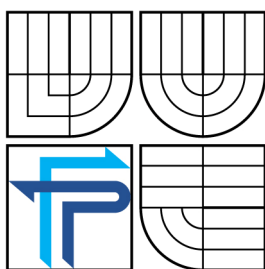


VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

TRŽNÍ OCEŇOVÁNÍ PODNIKU JAKO PODKLAD PRO STRATEGICKÁ ROZHODNUTÍ

ESTIMATION OF THE COMPANY MARKET VALUE

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

Bc. TOMÁŠ PROCHÁZKA

VEDOUCÍ PRÁCE
SUPERVISOR

Doc. Ing. MÁRIA REŽŇÁKOVÁ, CSc.

BRNO 2008

Anotace:

Diplomová práce stanovuje tržní hodnotu společnosti CENTA, spol. s r.o. pro účely strategického rozhodnutí. Jako stěžejní je použita metoda výnosová, která je doplněna metodou majetkovou. První část práce obsahuje strategickou, finanční a SWOT analýzu. Dále jsou aplikovány konkrétní oceňovací metody. Závěrem je výrok o hodnotě společnosti k 31.12.2006.

Annotation:

The thesis assesses market value of company CENTA, spol. s r.o. for strategic decision purposes. The crucial method is income-based valuation method, which is assisted by asset-based valuation method. The first part of the thesis includes strategic, financial and SWOT analysis. Afterwards particular valuation methods are applied. In conclusion statement of value as at 31.12.2006 is reported.

Klíčová slova:

Tržní hodnota společnosti

Strategická analýza

Polygrafický trh

Finanční analýza

SWOT analýza

Předpoklad neomezeného trvání
podniku

Finanční plán

Metoda diskontovaného čistého cash-
flow

Volný peněžní tok

Průměrné vážené náklady kapitálu

Pokračující hodnota

Diskontování

Metoda tržního porovnání

Výrok o hodnotě společnosti

Key words:

Market value of company

Strategic analysis

Printing market

Financial analysis

SWOT analysis

Going concern principle

Financial plan

Discounted cash flow valuation method

Free cash flow

Weighted average cost of capital

Forecast value

Discounting

Market prices comparison method

Statement of company's value

Bibliografická citace práce:

PROCHÁZKA, T. *Tržní oceňování podniku jako podklad pro strategická rozhodnutí*.
Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2008. 130 s. Vedoucí
diplomové práce doc. Ing. Mária Režňáková, CSc.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně.
Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem v práci neporušil autorská
práva (ve smyslu zákona č. 121/2000 Sb. O právu autorském a o právech souvisejících
s právem autorským).

V Brně dne 1.května 2008

.....

Podpis

Poděkování

Touto cestou bych velmi rád poděkoval paní Doc. Ing. Márii Režňákové, CSc. za pomoc a cenné rady při vypracování mé diplomové práce a Ing. Zdeňku Wegscheiderovi za poskytnuté informace a vypracování oponentského posudku.

Úvod.....	8
1. Charakteristika podniku	9
1.1. Základní informace	9
1.2. Cíle společnosti.....	10
1.3. Organizační struktura.....	10
1.4. Výrobní program.....	11
1.5. Popis výrobního procesu.....	11
2. Cíle diplomové práce	13
3. Teorie oceňování.....	14
3.1. Postup při oceňování podniku.....	17
3.2. Ocenění na základě analýzy výnosů	20
3.2.1. Metoda diskontovaného čistého cash flow	21
3.2.2. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	26
3.2.3. Metoda ekonomické přidané hodnoty.....	28
3.3. Metody založené na analýze trhu.....	32
3.3.1. Metoda tržního porovnání.....	32
3.4. Ocenění na základě analýzy majetku.....	34
3.4.1. Stálá hmotná aktiva.....	35
3.4.2. Oběžná aktiva	37
3.4.3. Nehmotný majetek.....	38
3.4.4. Cizí zdroje.....	40
4. Strategická analýza	41
4.1. Analýza makroprostředí.....	41
4.2. Analýza mikroprostředí	45
4.2.1. Relevantní trh a jeho analýza.....	45
4.2.2. Analýza konkurence	48
4.2.3. Prognóza trhu a tržeb oceňovaného podniku.....	50
5. Finanční analýza	53
5.1. Analýza absolutních ukazatelů	54
5.2. Analýza poměrových ukazatelů.....	55
5.3. Analýza soustav ukazatelů.....	58
5.4. Zhodnocení finanční analýzy.....	61

6.	SWOT analýza	62
7.	Ocenění společnosti metodou DCF „entity“	63
7.1.	Sestavení finančního plánu	64
7.2.	Výpočet volných peněžních toků (FCF)	67
7.3.	Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)	68
7.3.1.	Stanovení nákladů na vlastní kapitál	69
7.3.2.	Stanovení nákladů na cizí kapitál	72
7.4.	Diskontování FCF	74
7.5.	Hodnota CENTY při aplikaci výnosové metody	76
8.	Ocenění na základě analýzy majetku	77
8.1.	Dlouhodobý majetek	78
8.2.	Krátkodobý majetek	84
8.3.	Hodnota společnosti dle majetkového ocenění	88
9.	Závěr	89
10.	Seznamy	90
10.1.	Seznam použité literatury	90
10.2.	Seznam schémat, tabulek a grafů	92
10.3.	Seznam použitých zkratk a symbolů	93
10.4.	Seznam příloh	94
11.	Přílohy	95

Úvod

Tato diplomová práce se zabývá problematikou oceňování podniků, která nabývá v dnešní době fúzí a akvizic na svém významu. Více než kdykoliv předtím dochází ke koncentraci podniků a novým trendem je prodej i relativně malých podniků, které vznikly na počátku devadesátých let. Téměř dvě desítky let, které uplynuly od vzniku mnoha těchto společností, vedou společníky těchto firem k rozhodnutím o prodeji podniku. Ta jsou zdůvodňována dvěma skutečnostmi. Jednak se začíná dostavovat únava z podnikatelské činnosti, dochází k vyprchávání podnikatelské euforie, ale také v některých případech již došlo k saturování potřeb rodin.

Pro tyto společnosti je charakteristický větší počet společníků a převážně právní forma společnosti s ručením omezeným. Obě tyto charakteristiky jsou vlastní společnosti, která je předmětem mé diplomové práce. CENTA, spol. s r.o. je podnik působící na polygrafickém trhu s knihami. Tento segment je kapitálově velmi náročný a dává předpoklad úspěchu firmám se silným zázemím. Snad i proto je pro mnoho tiskáren charakteristické vlastnictví nadnárodními společnostmi a kapitál z cizích zemí (např. Tiskárny, a.s.). Přesto v tomto velmi silném konkurenčním prostředí najde uplatnění firma, která velikostí základního kapitálu zdaleka nedosahuje předchozích charakteristik. Společnost se již řadu let potýká s problémem nízkého cash flow a vysokými náklady na zápůjční kapitál. V posledním roce došlo také k výraznému poklesu tržeb z hlavní výdělečné činnosti. Externí financování je zajištěno především půjčkami fyzických osob z řad společníků a střednědobými úvěry.

Tak jak se zvyšuje potřeba znát tržní hodnotu společnosti, dochází k vývoji a aplikaci nových a lepších metod pro jejich stanovování – obecně řečeno dochází k neustálému zvyšování úrovně oceňování podniků. Znalost této tržní hodnoty je zajímavá nejen pro investory, vlastníky, ale také pro věřitele a další zainteresované osoby v okolí podniku. Cílem této práce je tedy stanovení tržní hodnoty společnosti CENTA, spol. s r.o. pro účely strategického rozhodnutí části společníků o případném odprodeji jejich obchodních podílů. Z dále popsanych oceňovacích metod budou vybrány ty, které nejlépe odpovídají potřebám ocenění a charakteru oceňovaného subjektu.

1. Charakteristika podniku

1.1. *Základní informace*



Obchodní jméno:	CENTA, spol. s r.o.
Sídlo:	Vídeňská 113, 619 00 Brno
IČO:	45477370
Registrace:	KOS v Brně, oddíl C, vložka 4813
Rok vzniku:	1992
Právní forma:	společnost s ručením omezeným

- účast na podnikání společnosti má patnáct fyzických osob
- společnost se neúčastní na podnikání jiných osob
- nejvyšším orgánem společnosti je valná hromada, která se schází jedenkrát za rok, dle potřeby častěji
- statutárním orgánem jsou tři jednatele společnosti

Vedení společnosti:

JUDr. Miloslav Velan – ředitel

Ing. Zdeněk Wegscheider – ekonomický náměstek

Marie Fasurová – výrobní náměstek

Jiří Zelený – obchodní náměstek

Mgr. Emil Pásek – náměstek ředitele

1.4. Výrobní program

Tiskárna disponuje uzavřeným výrobním cyklem od zhotovení tiskové formy až po kompletní knihařské zpracování a expedici. Tisková forma se zhotovuje z dodaných rukopisů, filmů, fólií, datových nosičů nebo přenosem dat. Tisk zakázek je zajišťován na archových strojích jedno až čtyřbarvových ve formátu A2, B2 a B1, dále na rotačních strojích formátu A2. Knižní vazby jsou vyráběny ve všech klasických druzích od V1 až po V8. /V1/ -- vazby měkké šité drátem, /V2 až V4/ -- vazby měkké lepené nebo šité a /V8, V8a, V8b/ -- vazby tvrdé lepené nebo šité vázané v plátně, umělé kůži nebo jiných potahových materiálech s přebalem nebo bez. Potahy a přebaly mohou být zušlechťovány laminovací fólií, razicí fólií nebo UV lakem.

1.5. Popis výrobního procesu

Celý výrobní proces začíná na úseku odbytu, kde je zakázka přijata a zpracována. Klient má možnost zadání zakázky pomocí internetu, telefonicky nebo osobně. Mezi důležité parametry zadání patří náklad, formát, rozsah, tisk a barevnost, knihařské zpracování, termín dodání a pokyny pro expedici. Zákazník má také možnost požádat o předběžnou předkalkulaci zakázky. Z odbytu, kde je založena karta zakázky, dochází k posunu k technologovi. Ten vytvoří kartu s příkazy strojovně. Ta obsahuje např. vazbu, formát, papír, barvu, archy a další parametry potřebné pro výrobu. V montáži se sesadí filmy do archů. Na běžný arch se vejde 8 stran A5 na rub a 8 stran na líc. Práce v montáži musí být velice pečlivá a přesná. V montáži je kolem 8 pracovníků. Předloha je přenesena fotograficky z pozitivních filmů předlohy na tiskové desky z tenkého kovu potažené fotocitlivou vrstvou. Tento proces „osvitu“ probíhá v kopírovacím rámu ve vakuu.

Naprosto dominantní technologie využívaná při tisku v CENTĚ je tzv. ofsetový tisk. Místa na filmech tmavá, jež mají být tištěna, přitom po osvětlení desek odpuzují vodu, ostatní místa na deskách vodu přijímají. Když po navlhčené desce přejede válec s mastnou barvou, zůstane barva pouze na místech nepřijímajících vodu. Odtud je pak přenesena na gumový válec a z něho na papír. V tiskárně je kolem 10 tiskařských strojů se dvěma způsoby zavádění papíru. Rozeznáváme tzv. tisk na plocho, při němž

tiskařský stroj s plochými tiskovými formami tiskne na jednotlivé archy papíru, a tisk rotační s válcovými tiskovými formami, při němž je papír do rotačky dodáván ve formě rolí. Nejmodernější stroj značky Heidelberg, který je v tiskárně k dispozici, zvládá až 12 000 výtisků za hodinu. Časově náročná je i příprava samotného tisku. Barevný tisk je výrazně komplikovanější než tisk černobílý. Výsledné obrázky se zpravidla tisknou tzv. soutiskem čtyř barev, z nichž jedna, kterou se tiskne text, je černá a zbylé tři jsou modrá, červená a žlutá. Při barevném tisku je třeba zajistit, aby se barvy tiskly na svá přesná místa. Aby bylo dosaženo přesného soutisku a správného poměru barev, provádí se často před vlastním barevným tiskem tzv. nátisk – kontrolní tisk, který slouží k ověření správného nastavení barev a seřízení tiskového stroje.

Součástí tiskařského procesu je i revize před tiskem samotným. Papírový arch je z tiskárny už složený (z rotačního tisku) nebo nesložený (z plochého tisku). Nesložený arch se naláme ve skládacím stroji (provádí se třikrát tzv. lom). Takže vznikne složka osmi listů, která je základní jednotkou při vazbě knih. Na první a poslední arch se nalepí předsádka¹. Poskládané archy se umístí do „snáščky“, která archy seřadí podle stránek do podoby knižního bloku² před svázáním a oříznutím. Následuje vytvoření vazby sešitím nebo lepením. Brožování označuje způsob spojení jednotlivých stránek knižního bloku lepením, zatímco tzv. šití je způsob spojování jednotlivých tiskových archů sešíváním nití a přišíváním na pruh gázy. Dále dochází k sušení vazby v tunelu s lampami a nalisování. Takto upravený knižní blok se pomocí pásu dostane k dalšímu stroji, který provádí trojřez. Následuje nalepení kapitálku³ a knižních desek. Případné nasazení přebalu nebo nalepení zálohové stužky probíhá ručně. Potahy a obálky knih bývají chráněny často tzv. laminací, při níž je povrch potažen slabou laminovací fólií, která může být lesklá nebo matná. Někdy se obálky či desky chrání pouze tzv. lakováním – tj. slabou vrstvou laku. Knižky jsou baleny po 2–10 podle jejich tloušťky a přání zákazníka a expedovány.

¹ předsádka – dvojlist těžšího papíru, který v knihách s pevnou vazbou spojuje knižní blok a desky.

² knižní blok – označuje svázané a oříznuté stránky bez desek.

³ kapitálek – prýmek vlepený na okraje hřbetu knižního bloku, který zpevňuje knižní blok a zakrývá dutinu mezi hřbetem knižního bloku a deskami.

2. Cíle diplomové práce

Diplomová práce se zabývá problematikou oceňování podniku. V teoretické části práce jsou popsány vhodné postupy a metody pro ocenění podniku. Praktická část práce je zaměřena na stanovení tržní hodnoty společnosti CENTA, která provozuje svoji činnost v oblasti polygrafické výroby. Společnost je vlastněna patnácti fyzickými osobami, které drží obchodní podíly 7,5%, resp. 6,5% z hodnoty základního kapitálu, který činí 400 000 Kč k datu 31.12.2006. V současnosti uvažuje část těchto společníků (fyzických osob) o prodeji svých obchodních podílů, respektive o převedení své majetkové účasti ve výše zmíněné společnosti na jiné osoby. Cílem této práce tedy je stanovení tržní hodnoty výše zmíněné společnosti a poměrné stanovení ceny jednotlivých obchodních podílů za předpokladu nepřetržitého fungování podniku v daném odvětví (going concern princip).

Pro co nejpresnější stanovení tržní hodnoty je nezbytné provést a zahrnout do výsledného ocenění řadu vnitřních a vnějších faktorů, a tak mezi dílčí cíle práce patří analýza makroprostředí a mikroprostředí. Bude nezbytné podrobit rozboru minulost, současnost a budoucnost podniku a provést strategickou a finanční analýzu. Důležité je stanovení vhodných oceňovacích metod a aplikace zvoleného metodického aparátu ve vazbě na účel ocenění.

Závěrem této práce bude výrok o ocenění, stanovující tržní hodnotu CENTY v Kč k 31.12. 2006 za použití kombinace metod účetních a výnosových. Práce bude sloužit skupině společníků jako jeden z podkladů pro strategické rozhodnutí a bude mít informativní charakter pro management společnosti. Je však nezbytné zmínit, že podnik sám o sobě nemá žádnou objektivní, věcně zdůvodnitelnou a na okolnostech a podmínkách nezávislou hodnotu. Již na samém počátku je tedy třeba zdůraznit, že neexistuje jediný správný model pro ocenění.

3. Teorie oceňování

Jelikož se v diplomové práci zabývám oceněním podniku, bylo by vhodné na počátku uvést jeho definici dle platného obchodního zákoníku, který definuje podnik v §5 takto: „Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná...“ (27)

Přičemž podnik může být oceňován na dvou různých hladinách. Při brutto hodnotě bereme podnik jako celek. Ocenění je tedy prováděno v hodnotě pro vlastníky i věřitele (tzv. entity přístup). Druhou možností je stanovení netto hodnoty. V tomto případě oceňujeme pouze vlastní kapitál (tzv. equity přístup).

Také je třeba zmínit častý požadavek stanovení objektivní hodnoty podniku, ale např. dle lit. (5) objektivní hodnota podniku neexistuje. Tato hodnota je totiž dána očekávanými budoucími příjmy převedenými za pomoci diskontování na jejich současnou hodnotu. Problémem je, že základem pro hodnotu se stává pouze určitá víra v budoucnost podniku, která je vyjádřena v penězích. Berme tedy hodnotu jako odhad pravděpodobné ceny, která by byla zaplacená prodávajícímu od kupujícího v běžných tržních podmínkách a při splnění podmínek směny.

Můžeme v zásadě rozlišovat různé přístupy k ocenění podniku. Jedním z nich je tržní hodnota, která byla definována mezinárodní organizací pro oceňování International Valuation Standards Committee (IVSC), která byla založena v roce 1981. Tato definice je považována za jádro oceňovacích standardů a zní:

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“(25)

Ocenění založená na trhu vycházejí ze specifických dat odpovídající danému trhu. Oproti tomu subjektivní (investiční) ocenění jsou založena na individuálním pohledu konkrétního účastníka transakce a jsou dána subjektivními názory a představami. Tato hodnota představuje očekávaný užitek z majetku pro konkrétní osobu. Opět považuji za věcně přesnější uvést definici investiční hodnoty dle již výše zmíněného standardu:

„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, skupinou investorů nebo jednotou s určitými investičními cíli a/nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“ (25)

Posledním přístupem je stanovení objektivizované hodnoty. Ta by měla být stanovena na principu všeobecně uznávaných dat a při její aplikaci bychom měly dodržovat určité zásady, pravidla a požadavky. Dle lit. (5) mezi tyto požadavky patří:

- Udržovat volný zisk jen ve výši, který mohu vybrat a který neohrožuje substanci podniku,
- rozdělit majetek na část nezbytnou pro vlastní provoz a část ostatní, která je oceněna samostatně,
- při ocenění se vychází z podniku, jak „stojí a leží“ v okamžiku ocenění,
- metody jsou jasné a jednoznačné, bez problému opakovatelné.

Tyto 3 různé typy hodnot oceňovaného podniku jsou aplikovány v závislosti na konkrétní situaci a dle požadavků zadavatele. Každá z těchto hodnot je vhodná v rozdílných situacích. Subjektivní ocenění je užito při potřebě daného subjektu zjistit, zda je pro něj transakce výhodná nebo při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku. Tržní hodnotu a objektivizované ocenění zjišťujeme v případech, kdy požadujeme nezávislost ocenění na konkrétním subjektu. Tržní hodnota, vyjadřující očekávání trhu ohledně budoucnosti, je vhodná při uvádění podniků na burzu a při prodeji podniku, kdy zatím není znám konkrétní kupující. Objektivizované ocenění, založené na nesporných faktech a na současnosti, použijeme např. při poskytování úvěru nebo zjišťování bonity.

Již od samého počátku bychom také měli rozlišovat důvod ocenění. Ocenění jako takové je službou, která přináší zadavateli určitý užitek. Volba ocenění je tak vysoce závislá na různých podnětech a účelech. Při každém ocenění bychom tedy měli definovat jeho účel, o jakou kategorii hodnoty se jedná a na jaké úrovni je oceňování sestavováno. Dle lit. (5) je možno rozlišovat dva základní účely ocenění:

a) Ocenění související s vlastnickými změnami:

- koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku dle §476 obchodního zákoníku,
- nepeněžitý vklad do obchodní společnosti dle §59 obchodního zákoníku,
- ocenění v souvislosti s fúzí dle §69a obchodního zákoníku,
- ocenění v souvislosti s rozdělením společnosti dle §69c obchodního zákoníku,
- ocenění v souvislosti s nabídkou na převzetí - §183a a další obchodního zákoníku.

b) Ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám:

- změna právní formy společnosti dle §69d obchodního zákoníku,
- ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru,
- ocenění v souvislosti se sanací podniku.

Na závěr této úvodní kapitoly, zabývající se teorií oceňování, je třeba zmínit dva faktory, které významným způsobem celý proces oceňování ovlivňují – faktory rizika a času. Vzhledem ke kapacitním možnostem a zaměření této diplomové práce nebudou tyto dále hlouběji probírány, přesto bych rád zdůraznil jejich význam. Oba dva jsou základem pro stanovení diskontní míry. Faktor času vychází z okřídleného pořekadla ekonomů „peníze dnes nejsou peníze zítra“ a jeho podstatou je stanovení aktuální hodnoty budoucích peněžních toku za pomoci diskontování. Faktor rizika zase zohledňuje nejrozličnější typy rizik, s kterými se podnikání setkává. Pro konečnou hodnotu podniku je důležité znát pravděpodobnost, s jakou částky nastanou. Obecně platí, že čím je riziko vyšší, tím nižší bude hodnota aktiva a naopak. Riziko můžeme členit z mnoha hledisek, ale pro náš účel bude důležité jeho členění na provozní a finanční, resp. na systematické a nesystematické.

3.1. Postup při oceňování podniku

Definovat přesný postup, aplikovatelný na všechna ocenění, není možné, jelikož ten se bude měnit v závislosti na účelu ocenění, na kategorii zjišťované hodnoty, resp. v závislosti na zvolených metodách. Zcela jistě je třeba od samého počátku specifikovat cíle ocenění a vycházet z definice zadání. Vytvořený pracovní tým, složený z vedoucího a zástupců poradenské firmy a podniku, zpracuje plán práce ve vazbě na cíl a termín řešení.

Dalším krokem je sběr vstupních dat. Tyto lze rozdělit do několika následujících skupin dle lit. (5): Základní data o podniku, ekonomická data, relevantní trh, konkurenční struktura relevantního trhu, odbyt a marketing, výroba a dodavatelé, pracovníci. Dostaneme tak informace o makro- i mikro- prostředí podniku. Zajímáme se o minulá, současná i budoucí data podniku.

Pokud jsme získali dostatek potřebných informací, můžeme se pustit do provedení strategické analýzy. Jejím cílem je zjistit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku, který se skládá z vnějšího a vnitřního potenciálu. Vnější potenciál představuje šance a rizika, která se vyskytují na daném trhu v daném národním hospodářství. Vnitřní potenciál vyjadřuje schopnosti podniku využít šance a čelit rizikům příslušného trhu. Zkoumáme tedy konkurenci v odvětví, respektive konkurenční výhody (či nevýhody) oceňovaného podniku.

Strategická analýza by nám tedy měla dát odpovědi na otázky týkající se dlouhodobé perspektivy podniku, vývoje podnikových tržeb a také rizik, která jsou s podnikem spojena. Dle lit. (5) sestává strategická analýza z následujících kroků:

1. Relevantní trh, jeho analýza a prognóza
2. Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku
3. Prognóza tržeb oceňovaného podniku

„Volba relevantního trhu by měla být taková, aby umožnila získat základní data o tomto trhu a posoudit jeho atraktivitu tak, aby bylo možno následně zpracovat prognózu dalšího vývoje tohoto trhu.“ (5) Zajímáme se o velikost trhu, vývoj cen na daném trhu a snažíme se o případnou segmentaci trhu, která může vývoj oceňované firmy výrazně ovlivňovat. Pokud se nám podaří tento trh přesně definovat, přistoupíme k analýze atraktivity trhu. Cílem je zjistit velikost a intenzitu konkurence, podmínky pro substituci, bariéry vstupu do odvětví, průměrnou rentabilitu, citlivost na hospodářské cykly a další fakta, která představují pomyslné šance a rizika oceňovaného podniku a ovlivňují velikost rizikové přírážky potřebné pro stanovení diskontní míry.

Prognózovat vývoj trhu následně můžeme mnoha statistickými metodami. Zpravidla se snažíme nalézt návaznost na hlavní faktory, které na vývoj působí (vývoj národní ekonomiky, vývoj faktorů ovlivňujících poptávku a faktory specifické pro konkrétní skupinu produktů). Prognózu můžeme provést některým z mnoha statistický postupů, např. pomocí extrapolace časových řad, regresní analýzou atd. Samotný výsledek pak může být upraven kvalifikovaných odhadem, a tak je daná prognóza kombinací použití statistických metod a intuitivního odhadu.

V dalším se strategická analýza zabývá analýzou konkurenčních sil. Při ní je třeba identifikovat hlavní konkurenty a konkurenční síly, které na trhu působí (např. pomocí Porterova pěti-faktorového modelu). Zabýváme se také vnitřním potenciálem, který představuje konkurenční síly oceňovaného podniku. Problémem je stanovit vhodné faktory, které ovlivňují konkurenceschopnost a budoucí vývoj tržních podílů. Dle lit. (5) byly stanoveny tyto přímé faktory: výrobní mix, ceny, komunikace s trhem, odbytové cesty a také nepřímé faktory v podobě manažerů a řízení podniku, výkonného personálu, inovační síly podniku a dlouhodobého majetku a investiční politiky.

Vlastní prognóza tržeb oceňovaného podniku je provedena s ohledem na výsledky analýzy a prognózy relevantního trhu, resp. na základě analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku. Často je tento odhad vývoje budoucích tržeb realizován za pomoci extrapolace dosavadního růstu tržeb, resp. je tento odhad stanoven z poměru vývoje tržeb v odvětví a podniku bez přezkoumávání změny tržních podílů.

Od strategické analýzy je samostatně oddělenou součástí ocenění analýza finanční. Jejím účelem je prověřit finanční zdraví podniku a zpravidla slouží jako podklad pro vytvoření finančního plánu, který je potřebný pro výpočet výnosových hodnot. Součástí finanční analýzy je analýza absolutních ukazatelů, poměrových ukazatelů (aktivity, rentability, zadluženosti, likvidity, kapitálové trhu), rozdílových ukazatelů a souhrnných ukazatelů pro hodnocení celkového finančního zdraví podniku. Teorie finanční analýzy je poměrně rozsáhlá a není záměrem této diplomové práce ji popisovat.

Dalším logickým krokem je rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná. Přestože není tento krok v mnoha publikacích uváděn, mělo by být toto rozdělení provedeno u většiny aplikovaných metod. Jako aktiva provozně nutná jsou označována všechna aktiva nezbytná pro hlavní podnikatelskou činnost. Ostatní aktiva podniku jsou provozně nenutná. Stejně tak bychom měli být schopni odlišit výnosy a náklady, které nesouvisí s hlavní podnikatelskou činností. Začlenění těchto neprovozně nutných aktiv do výnosových metod by znamenalo jejich podcenění z titulu nulového nebo nízkého příjmu z nich plynoucího. Proto bychom měli vždy rozlišovat mezi těmito aktivy a oceňovat je individuálně. Zjištěná hodnota neprovozních aktiv se na závěr oceňovacích prací přičte k hodnotě provozní části podniku.

Nezbytným zdrojem informací pro výpočet výnosových metod je finanční plán. Ten se skládá z výkazu zisků a ztrát, rozvahy a výkazu peněžních toků. Tento plán bývá zpravidla součástí soustavy podnikových plánů vycházejících z vize a strategie managementu podniku. Pro účely ocenění není možné a účelné sestavovat celou soustavu plánů a ani není vhodné „slepě“ přebírat finanční plán od managementu.

Při tvorbě finančního plánu musíme vycházet ze základních generátorů hodnoty, které tvoří kostru celého plánu. Dle lit. (5) se jedná o tržby z prodeje hlavních produktů, ziskovou marži, plánovou výši zásob, pohledávek a závazků a o prognózu investic do dlouhodobého majetku. Problematické je stanovení plánované výše tržeb, která by měla vycházet ze závěrů provedené strategické analýzy. Finanční plán je ovlivněn plánem financování, který je mj. potřebný pro stanovení diskontní sazby v jednotlivých letech.

Dále doplňujeme některé méně významné položky, zabýváme se problematikou výplaty dividend nebo podílu na zisku. V závěru sestavování plánu provedeme formální dopočty, které jsou potřebné pro sestavení úplných finančních výkazů. Ty mohou být do jisté míry agregovány v závislosti na potřebách následného ocenění.

Pokud jsme provedly všechny potřebné analýzy, můžeme přistoupit k procesu ocenění. Zde se již postup liší v závislosti na použití jednotlivých metod, které jsou, jak již bylo výše zmíněno, závislé na konkrétní situaci a potřebách zadavatele.⁴ V samotném závěru práce provedeme syntézu výsledků, která bude podkladem pro výrok o tržní hodnotě podniku k datu ocenění.

3.2. Ocenění na základě analýzy výnosů

Tato skupina oceňovacích metod je v současnosti velice oblíbená a často užívaná. Její podstatou je ocenění podniku na úrovni přínosu, který investorovi v budoucnu umožňuje. Za tento přínos pak zpravidla považujeme příjmy plynoucí z oceňovaného statku jeho držiteli. V závislosti na tom, s jakou veličinou pod pojmem příjem počítáme, rozlišujeme 3 různé metody ocenění:

- metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA).

Tyto jednotlivé metody je dále možné členit v závislosti na kategorii hledané hodnoty (tržní, investiční, objektivizované ocenění), podle způsobu kalkulace cen (stále x běžné ceny) a také podle způsobu kalkulace daní.⁵ Rád bych zde ještě zmínil citát Williama F. Sharpa a sice, že „*Investice je obětování dnešní jisté hodnoty ve prospěch budoucí nejisté hodnoty*“, jejíž principy jsou obsaženy právě v metodách, založených na ocenění předpokládaných výnosů z investice v podobě podniku.

⁴ Teoretická východiska těchto metod jsou popsány v jiné části této kapitoly.

⁵ Podrobněji popsáno v rámci jednotlivých metod

3.2.1. Metoda diskontovaného čistého cash flow

K této metodě a jejímu postupu přistupujeme prioritně, jelikož se jedná o metodu nacházející stále větší oblibu. Je také základní pro metody založené na výnosovém ocenění podniku. Lze ji aplikovat ve třech základních technikách:

1. Technika „entity“ - propočteme peněžní toky pro vlastníky i věřitele a následně jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku. Poté odečteme hodnotu cizích zdrojů, abychom získali hodnotu vlastního kapitálu
2. Technika „equity“ – zajímáme se přímo o diskontování peněžních toků pro vlastníky
3. Technika „Adjusted present value“ – zjišťuje hodnotu podniku jako celku v případě nulového zadlužení a v případě současných hodnot daňových úspor z úroků.

Jelikož se v praktické části zabýváme oceněním společnosti CENTA metodou diskontovaného čistého cash flow na úrovni techniky „entity“, bude tato dále předmětem teoretického popisu.

Před vlastní aplikací dané metody je třeba provést některé úpravy. Jednou z nich je rozčlenit kapitál podniku na úročení a bezúročný pro potřeby stanovení nákladů na kapitál. Problémem je však stanovit náklady na obchodní úvěry, které jsou již kalkulovány v ceně dodávaného zboží, a tak se počítá spíše s pojmem pracovní kapitál, který spočítáme jako rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky. V oceňovací praxi se zpravidla neodečítají krátkodobé bankovní úvěry, jelikož se u nich dobře stanovují nákladové úroky. Náklady na rezervy se stanovují na úrovni nákladů na vlastní kapitál, pokud se jeví jako skutečné nebo se o ně zvyšují daňové závazky, pokud budou v budoucnu rozpuštěny do výnosů. V dalším je třeba rozdělit majetek na provozně nutný a nenutný, což bylo podrobně popsáno v předcházející kapitole.

Nezbytné je stanovit peněžní toky, které je možno odebrat z podniku, aniž bychom tím narušili nebo ohrozili jeho chod. V případě námi aplikované metody „entity“ se tedy jedná o peněžní toky pro vlastníky a věřitele (FCFF= free cash flow to firm)

FCFF lze dle lit. (5) vypočítat podle následujícího schématu:

+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi

- Upravená daň z příjmů

= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních

+ Odpisy

+ Ostatní náklady započtené v provozním HV, které nejsou výdaji

= Předběžný peněžní tok z provozu

- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)

- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)

= Volný peněžní tok (FCF)

Je třeba chápat pojem korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVD), který není totožný s tolik používaným a počítaným EBITem. Záměrem je odečíst i náklady a výnosy nesouvisející s provozními aktivy podniku. Naopak zůstávají zachovány náklady na cizí kapitál, abychom získali cash flow, které je opravdu k dispozici. Vylučujeme také náklady a výnosy jednorázového charakteru. Vylučujeme tedy např. výnosy a náklady spojené s prodejem dlouhodobého majetku a materiálu, tržby a náklady na prodej cenných papírů atd.

Investice, které jsou znázorněny ve schématu, počítáme na úrovni brutto. Jedná se tedy o součet investic, které nahrazují stávající majetek (ve výši odpisů) a investice rozšiřovací. Jejich výpočet je proveden dle následujícího vztahu:

$$I_{brutto_t} = K_t - K_{t-1} + O_t$$

kde K_t je provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku t . Oby typy investic snižují volný peněžní tok.

Už jsme výše zmínili, že proces ocenění touto metodou probíhá ve dvou fázích. V první zjistíme celkovou hodnotu podniku na základě diskontování budoucích peněžních toků z podniku. Ve druhé fázi odečítáme z této hodnoty částku úročených dluhů k datu ocenění a přičteme hodnotu individuálně oceněných neprovozních aktiv (které můžeme např. zpeněžit).



Schéma 2: Postup výpočtu hodnoty metodou DCF entity; převzato z lit. (5), str. 157

Dle lit. (3) se hodnota podniku celkem určí dle obecného vztahu:

$$H_b = \sum_{t=1}^n FCF_t (1 + i_k)^{-t}$$

kde: i_k = kalkulovaná úroková míra

n = počet let předpokládané existence podniku.

Pokud však budeme vycházet z principu „going concern“, který byl zmíněn již při zadání cíle této diplomové práce, bylo by nemožné uplatnit tento postup, a tak můžeme pro výpočet ocenění užít v praxi oblíbenou dvoufázovou metodu. Její podstatou je rozdělení budoucí existence podniku na dvě fáze. V rámci první fáze dokážeme prognózovat FCF pro jednotlivé roky. Druhá fáze, tzv. pokračující hodnota, zahrnuje období od konce první fáze do nekonečna. Dvoufázová metoda se vypočítá dle lit. (5) takto:

$$H_b = \sum_{t=1}^T FCF_t (1 + i_k)^{-t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T}$$

kde: T = délka první fáze v letech

PH = pokračující hodnota

i_k = kalkulovaná úroková míra (na úrovni WACC)

Pro výpočet pokračující hodnoty (PH) se používají různé techniky výpočtu. Asi nejznámější z nich je aplikace Gordonova vzorce, který počítá se stabilním růstem peněžního toku ve druhé fázi. Částka PH se v daném případě určí takto:

$$PH_T = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g} \quad \text{a } FCF_{T+1} \text{ odhadneme dle: } FCF_{T+1} = FCF_T \cdot (1 + g)$$

kde: i_k = kalkulovaná úroková míra (na úrovni WACC)
 g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna

Předpokládané tempo růstu g se zpravidla stanovuje na úrovni tempa růstu celého národního hospodářství. Výše kalkulované úrokové míry je závislá v případě techniky „entity“ na průměrných vážených nákladech kapitálu WACC, které se spočítají dle lit.

$$(3): \quad WACC = n_{ck} (1 - d) \frac{CK}{K} + n_{vk(z)} \frac{VK}{K}$$

Kde: n_{ck} = náklady na cizí kapitál
 d = sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt
 CK = tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku (pouze úročeného)
 $N_{vk(z)}$ = náklady na vlastní kapitál při dané úrovni zadlužení podniku
 VK = tržní hodnota vlastního kapitálu
 K = celková tržní hodnota investovaného kapitálu

Výpočet WACC probíhá ve čtyřech logických krocích:

1. Určení poměru vlastního a cizího kapitálu
2. Stanovení nákladů na cizí kapitál
3. Stanovení nákladů na vlastní kapitál
4. Propočet WACC dle vzorce

Ad. 1) Určit poměr vlastního a cizího kapitálu vyjádřeného v účetních hodnotách není tak problematické, avšak některé zdroje literatury požadují stanovení tohoto poměru v tržních cenách. Ve svém důsledku to vyžaduje znát i tržní hodnotu vlastního kapitálu, která je však výsledkem souhrnného ocenění. Možných řešení je potom využití orientační cílové struktury, popř. složitější iterační postupy. Použití tržních hodnot by

bylo technicky přesnější, ale např. dle lit. (3) není jejich aplikace v současných podmínkách České republiky možná. Proto je východiskem použití účetních hodnot jednotlivých složek kapitálu.

Ad. 2) Relativně snadné je určení nákladů na cizí kapitál. Náklady spojené s těmito zdroji jsou zpravidla přesně definovatelné. Jedná se především o dluhopisy, dlouhodobé bankovní úvěry, běžné bankovní úvěry a finanční výpomoci. Tyto bývají dále doplněny o finanční leasing a ostatní úročené závazky. „Náklady na tyto zdroje propočteme jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které platíme z nejrozličnějších forem cizího kapitálu“(5).

Ad. 3) Problematictější bývá stanovení nákladů na vlastní kapitál. Odhad těchto nákladů vyjadřuje míru výnosu, který investor očekává nebo požaduje. V případě neobchodovatelných společností bez možnosti diversifikace zahrnuje diskontní míra jak riziko systematické, tak riziko specifické. Populární jsou v současnosti dva základní postupy pro určení nákladů na vlastní kapitál.

Jedním z nich je stanovení tržní hodnoty těchto nákladů za pomoci metody capital asset pricing model (CAPM). Podmínkou pro její využití je ale dokonalá efektivnost kapitálových trhu, jejich dostatečná likvidnost a dostupnost potřebných informací. Dále je potřebné určit vztah mezi vývojem trhu a oceňovanou společností za pomoci koeficientu β . Výpočet nákladů na vlastní kapitál je:

$$n_{vk} = r_f + \beta.RPT + RPZ$$

Kde: r_f = bezriziková míra

β = systematické riziko i-tého cenného papíru

RPZ = riziková premie kapitálového trhu

RPZ = riziková premie země

Vzhledem k nedostatečné rozvinutosti kapitálové trhu a faktu, že společnost CENTA není veřejně obchodovatelná, se nám jeví jako praktičtější použití stavebnicového modelu pro určení nákladu na vlastní kapitál. Diskontní míra je pak tvořena součtem bezrizikové investice a přírážek za riziko. Praktické je využití komplexní stavebnicové

metody, která se snaží zachytit všechna dílčí rizika, která jsou třeba do diskontní míry zahrnout. Postup této metody je (dle lit. 5) znázorněn ve třech krocích:

1. určení konkrétních faktorů rizika podstatných pro oceňovaný podnik,
2. ohodnocení stupně rizika pro jednotlivé faktory,
3. transformace stanoveného stupně rizika na rizikovou přírážku.

Výhodou této metody je identifikace jednotlivých faktorů, které na riziko působí. To má za následek větší transparentnost ve srovnání s metodou CAPM. Přestože je použití této metody v principu subjektivní, lze jí také uplatnit pro stanovení ocenění na tržním základu.

Ad. 4) Samotný výpočet dle vzorce pro WACC je již pouhým dosazením a nepotřebuje komentáře.

3.2.2. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Přestože se jedná o výnosovou metodu, základem pro ocenění jsou upravené výsledky hospodaření a nikoliv peněžní toky. Je oblíbená především v německy mluvících zemích, které zastávají vždy spíše konzervativní přístup. Ten vyplývá také z přístupu k ocenění, kdy budoucí výsledky hospodaření nejsou ovlivňovány „nejasnými“ investicemi a za základ pro prognózu je brána minulost. V případě zohlednění investic tak vycházíme z předpokladu, že jsou promítnuty v ocenění prostřednictvím odpisů a ty se odhadují snáze.

Pro aplikaci této metody a při požadavku objektivizovaného ocenění, musí být splněno několik základních předpokladů. Prvním z nich je, že výnosový potenciál vychází ze skutečností, které jsou zřejmé k datu ocenění. Budoucí, nejisté záměry a strategie tedy nejsou brány v úvahu. Dále se předpokládá plné rozdělení zisku se zohledněním omezení, které vyplývají z legislativy (např. tvorba povinných rezerv dle Obchodního zákoníku atd.). Výsledky hospodaření se snižují o placené daně podniku i investora. V neposlední řadě je třeba zohlednit vliv managementu a jeho setrvání ve společnosti, popř. korekce mezd stávajících vlastníků ve vedení při změně vlastnických vztahů.

I v případě této metody oceňujeme odděleně neprovozní majetek podniku v závislosti na způsobu, jak s ním hodláme v budoucnu nakládat. Postup ocenění je podobný všem výnosovým metodám. Dle lit. (5) je následující:

1. Analýza a úprava dosavadních výsledků podniku
2. Prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby
3. Odhad kalkulované úrokové míry
4. Vlastní propočet výnosové hodnoty

Ad. 1) Cílem je stanovit reálné výsledky hospodaření (VH) a dosáhnout kontinuity minulých a budoucích VH. Důsledkem je úprava VH o náklady a výnosy, které plynou z nepotřebného majetku, jsou nepravidelné, jednorázové povahy, časově nesouvisejí s daným obdobím, popř. přiřadit náklady a výnosy v účetnictví opominuté. Dále je účelné přepočítat změny v daňových povinnostech v závislosti na úpravách VH.

Ad. 2) Základem prognózy budoucích čistých výnosu je opět sestavení finančního plánu, které je obdobné ostatním výnosovým metodám. Výši odpisů stanovujeme v závislosti na hodnotě obnovovacích a rozšiřovacích investic v jednotlivých letech. Zpravidla nedochází ke krytí finančních potřeb se zdroji, resp. mluvíme o přebytku těchto zdrojů. Řešením, aplikovaným v této metodě, je snižování a zvyšování úvěrové zátěže podniku, která se následně projeví ve VH výší úroků z těchto zdrojů.

Ad. 3) Její výše je při požadavku objektivizované hodnoty stanovena jako součet základní úrokové míry a rizikové přírážky. Základní úroková míra je dle odborné praxe stanovována na úrovni průměrné výnosnosti státních obligací. Riziková přírážka by měla zahrnovat faktory rizika obchodního, rizika kapitálové struktury i faktor případné nižší likvidnosti podniku.

Ad. 4) Výnosová hodnota je stanovena diskontováním budoucích odnímatelných výnosů, které byly vypočteny na základě plánování budoucích VH. Tyto odnímatelné výnosy však nesmí ohrozit budoucí výnosový potenciál podniku. Za předpokladu trvalé

existence podniku můžeme vzorec pro stanovení hodnoty podniku zapsat dle lit. (3) následujícím způsobem:

$$H_n = \sum_{t=1}^T CV_t \cdot (1 + i_k)^{-t} + \frac{TCV}{i_k} \cdot (1 + i_k)^{-T}$$

Kde: CV_t = odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy

T = délka první fáze

TCV = trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu – stabilní úroveň

i_k = kalkulovaná úroková míra

Ještě by bylo na místě zmínit skutečnost, že tato metoda vychází z přístupu „equity“, který vede k přímému zjišťování hodnoty vlastního kapitálu podniku. Tím se liší od přístupu DCF „entity“, který byl popisován v předcházející kapitole.

3.2.3. Metoda ekonomické přidané hodnoty

Tento přístup reflektuje rostoucí oblibu ukazatele ekonomické přidané hodnoty (EVA). Autoři tohoto ukazatele jsou Američané Stewart a Stern. EVA má využití nejen v oceňování podniků, ale hlavně v oblastech řízení podniku a hodnocení finančního zdraví. Odstraňuje přitom některé nedostatky klasických ukazatelů, které jsou založeny na mnohdy zkreslených účetních datech a nezohledňují důležité faktory jako riziko a čas.

Principem ukazatele EVA je měření zisku ekonomického, nikoliv účetního. Vygenerovaný zisk tedy musí pokrýt nejen všechny náklady evidované v účetnictví, ale také náklady z užití vlastního kapitálu. Ty jsou vyčísleny na úrovni výnosnosti našeho kapitálu do alternativní investice.

Tuto metodu lze stejně jako metodu DCF aplikovat ve všech třech technikách (EVA „entity“, „equity“ a APV), ale vzhledem ke kapacitním možnostem a účelu práce bude popsána pouze metoda EVA „entity“, stejně jako v případě kapitoly 3.2.1.

Základní schéma výpočtu ocenění na základě metody EVA je dle lit. (6) následující:

$$\begin{aligned}
 & \text{Tržní hodnota operativních aktiv} \\
 + & \text{Tržní hodnota neoperativní aktiv} \\
 - & \text{Tržní hodnota závazků} \\
 \hline
 = & \text{Tržní hodnota vlastního kapitálu}
 \end{aligned}$$

Hodnota operativní aktiv je následně dána součtem Čistých operativních aktiv (NOA) a Tržní přidané hodnoty (MVA), která je tvořena součtem současných hodnot budoucích EVA. Správné stanovení a výpočet budoucích hodnot EVA je tedy v daném případě stěžejní záležitostí. MVA má v případě této metody větší vliv na celkovou hodnotu podniku než hodnota vykázaných aktiv.

$$\begin{aligned}
 & \text{Čistá operativní aktiva (NOA)} \\
 + & \text{Tržní přidaná hodnota (MVA)} \\
 \hline
 = & \text{Tržní hodnota operativních aktiv}
 \end{aligned}$$

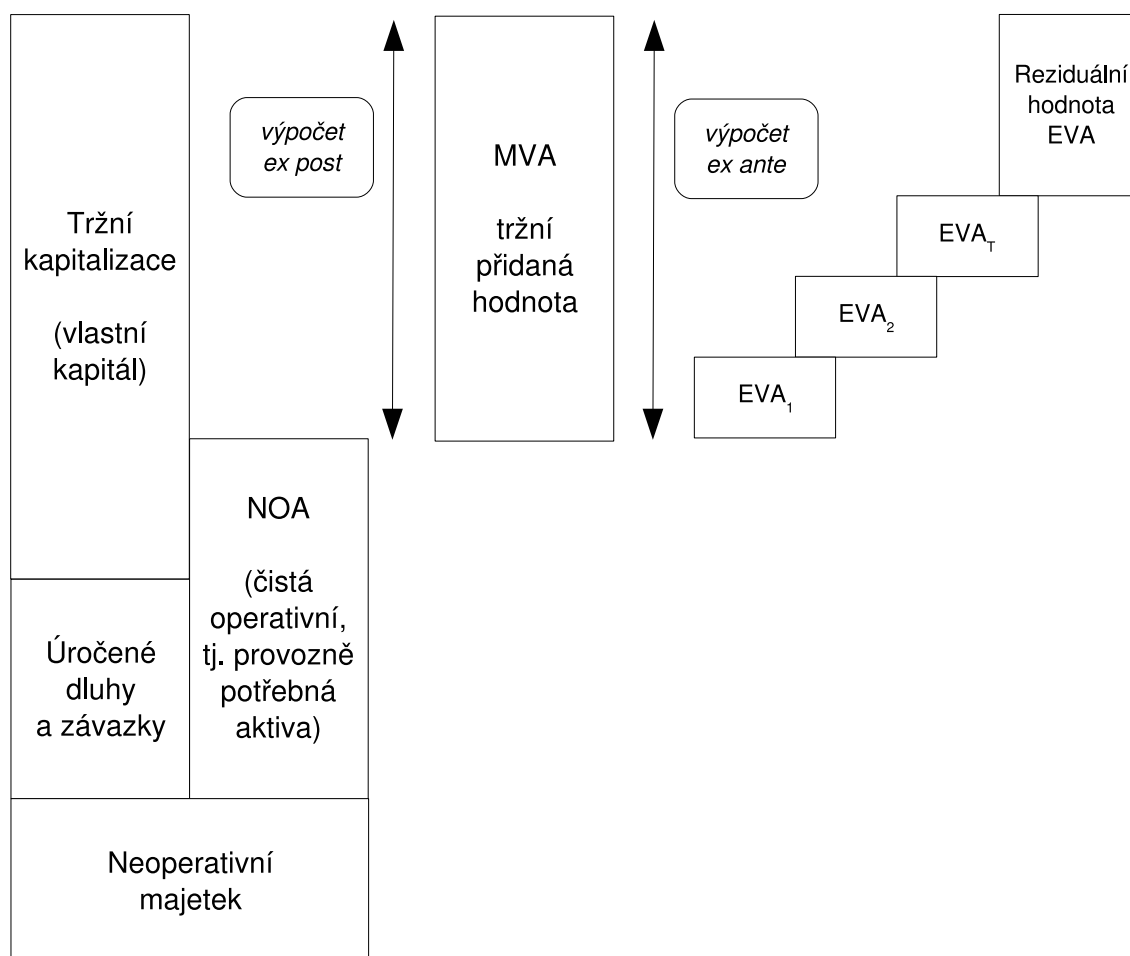


Schéma 3: Vztah mezi NOA, EVA a MVA; převzato z lit. (6), str. 53

Základní vzorec pro oceňování metodou EVA „Entity“ je dle lit. (6):

$$V = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - D_0 + A_0$$

který lze přepsat do tvaru:

$$V = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{NOPAT_t - WACC \cdot NOA_{(t-1)}}{(1+WACC)^t} + \frac{NOPAT_{T+1} - WACC \cdot NOA_T}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - D_0 + A_0$$

- Kde: V = hodnota vlastního kapitálu podniku
 EVA_t = EVA v roce t počítaná metodou entity
 NOA₀ = čistá operativní aktiva k datu ocenění
 NOA_{t-1} = čistá operativní aktiva k počátku roku t
 NOPAT_t = operativní hospodářský výsledek po dani v roce t
 T = počet let explicitně plánovaných EVA
 WACC = průměrné vážené náklady kapitálu
 D₀ = hodnota úročených dluhů k datu ocenění
 A₀ = ostatní, tj. neoperativní aktiva k datu ocenění

O principu a důvodu rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná bylo již pojednáno v rámci kapitoly zabývající se postupem oceňování. V této části si blíže specifikujeme rozdělení jednotlivých složek majetku, abychom byli schopni správně stanovit výši NOA.

Finanční majetek (peníze, účty v bankách, krátkodobý finanční majetek) ponecháváme v NOA pouze v nezbytné provozní výši, která může být stanovena buď absolutní částkou nebo na základě poměrového ukazatele likvidity. Částky nad tuto nezbytnou úroveň nepovažujeme za provozně nutná a odečítáme je z bilanční sumy. Finanční investice se zpravidla do NOA nezahrnují, pokud nedochází k vazbám předmětné investice na hlavní činnost oceňovaného podniku. Dále vylučujeme z NOA hodnotu vlastní akcií, nedokončené investice, které nejsou k dispozici pro tvorbu současných HV, ale také jiná aktiva nepotřebná k operativní činnosti (např. pozemky, budovy).

Naopak se k NOA přičítá hodnota aktiv pořízených prostřednictvím finančního leasingu. Důsledkem toho je třeba rozčlenit jednotlivé splátky na složku odpisů z pronajatého majetku (aktiva) a na finanční náklady spojené s jeho pořízením, které se tak projeví v korigovaném HV. Při aplikaci tohoto postupu se používá metoda simulace úvěru za podmínek dané leasingové smlouvy. Záměrem je určit implicitní úrokovou míru, která odpovídá vnitřní úrokové míře leasingové operace. Stejným způsobem se přistupuje k hodnocení aktiv, která jsou v operativním pronájmu. Ta se také zařazují do NOA, pokud máme pod kontrolou užitky z těchto aktiv a jsme schopni je dostatečně přesně ocenit.

„Ekvivalenty vlastního kapitálu jsou důsledkem ocenění aktiv analyzovaného podniku z pohledu vlastníka. Ocenění samo lze výstižně definovat jako peněžní vyčíslení ekonomického užitku vztahované k rozhodnému dni. Obvykle je potřeba počítat s rozdílem oproti ocenění v účetnictví“⁽⁶⁾ Tento vzniká například v důsledku tvorby opravných položek k pohledávkám, kdy mohou být tvořeny tiché rezervy nebo může naopak docházet k nadhodnocení pohledávek. Zásoby je také možno oceňovat nikoliv skladovou, ale tržní cenou. Rovněž ceny investičního majetku dostatečně neodrážejí jejich skutečnou hodnotu, jelikož jsou v účetnictví vedeny a také odepisovány z historických/pořizovacích cen. Úmyslně vytvářené tiché rezervy, v podobě opravných položek na straně aktiv nebo rezerv v pasivech, zařazujeme formou ekvivalentů vlastního kapitálu k vlastnímu kapitálu podniku. Hodnotu NOA dále snižujeme o neúročené krátkodobé závazky jako jsou závazky z obchodního styku, k zaměstnancům, ze sociálního zabezpečení atd. Zde se předpokládá, že jejich hlavní součástí jsou dodavatelské úvěry a náklady s nimi spojené jsou již kalkulovány v nákupních cenách jednotlivých složek aktiv.

Úpravy HV do podoby NOPAT pak do značné míry souvisí s rozdělením aktiv a složením NOA. Pokud jsou tedy určitá aktiva zařazena do NOA, pak je nezbytné náklady a výnosy s těmito aktivy související zařadit do NOPAT. Základem pro úpravy je HV z běžné činnosti zahrnující HV z provozní a finanční oblasti. K němu se přičítají všechny placené úroky, včetně implicitních úroků obsažených v leasingových platbách. Naopak se eliminují vlivy mimořádných položek a položek, které se svou výší nebudou

opakovat a jsou také mimořádného charakteru (např. náklady na restrukturalizaci, prodej investičního majetku, rozpouštění nevyužitých rezerv, mimořádné odpisy majetku atd.). Zpravidla vylučujeme z NOPAT náklady a výnosy související s finančními investicemi. Na závěr úprav přepočítáváme hodnotu daně dle korigovaného VH.

Určování nákladu kapitálu bylo podrobně popsáno v kap. 3.2.1.

3.3. Metody založené na analýze trhu

Principem těchto metod je zjištění ceny obvyklé, která je nebo byla v minulosti realizována na trhu při prodeji podobného podniku. Podmínkou však je dostatek v minulosti uskutečněných transakcí a omezený rozptyl vlastností prodáváného předmětu, které mají významný vliv na cenu. Ocenění může být prováděné přímo na základě dat z kapitálového trhu nebo za pomoci multiplikátorů metodou tržního porovnání.

Ocenění na základě dat z kapitálového trhu je podmíněno obchodovatelností akcií příslušného podniku na veřejných kapitálových trzích. V českých podmínkách tento předpoklad splňuje pouze obchodní forma akciové společnosti, a tak je pro naši praktickou část tato metoda neaplikovatelná. Její podstatou je stanovení ceny podniku na základě znalosti tržní ceny akcie a její volatility. Tento údaj však udává hodnotu zkreslenou, jelikož se na trzích vždy obchoduje pouze s omezeným balíkem akcií, a tak je výsledná cena oceňovaného podniku zvýšena o prémii. Tato premie činí (dle lit. 5) 20-50% původní hodnoty.

3.3.1. Metoda tržního porovnání

Podstatou této metody je srovnání oceňovaného podniku s jinými srovnatelnými podniky v případě, že je známa cena jejich obchodovatelných akcií nebo se srovnatelnými transakcemi, kde známe jejich realizační cenu. Metoda je tak použitelná i pro podniky, které nejsou veřejně běžně obchodovány.

Základem této metody ocenění je nalezení vhodného souboru podniků, které by splňovaly požadované znaky shodnosti. Máme tím na mysli podnik, který podniká ve stejném oboru, vyrábí podobné produkty, se stejnou právní formou, podobnou velikostí, strukturou financování, výkonností atd. „Doporučuje se použít 5 až 8 srovnatelných podniků“(3).

Postup při použití srovnatelných podniků je takový, že vybrané podniky analyzujeme a stanovíme vhodné multiplikátory. Nejznámějším z nich je poměr P/E (Price/Earnings Ratio), tedy poměr mezi cenou akcie a ziskem na akcii. Existuje celá řada násobitelů a jejich vhodnost závisí vždy na konkrétní situaci. Rozlišujeme tak výnosové násobitele (založené např. na zisku, EBITu) a majetkové (hodnota vlastního nebo investovaného kapitálu). Bereme v potaz časové určení násobitele a způsob vyjádření tržní ceny („equity“ nebo „entity“ přístup). Mezi násobitele patří (dle lit. 3) např. :

$$\frac{P}{E}; \frac{value}{EBIT}; \frac{P}{CF}; \frac{P}{BV}$$

Kde: P = tržní cena akcie; E = čistý zisk

CF = cash flow; BV = účetní hodnota vlastního kapitálu na akcii

Value = tržní kapitalizace + úročené dluhy – finanční aktiva

Výsledkem použití násobitele je stanovení ceny jedné akcie oceňovaného podniku. Pokud budeme oceňovat podnik jako celek, vynásobíme počet akcií cenou za akcii zjištěnou z předchozích výpočtů. V závěru dopočítáme prémii, která již bylo zmiňována výše.

Postup při použití metody srovnatelných transakcí je obdobný, ale nyní počítáme násobitele na základě ceny skutečně zaplacené za podniky, které byly vybrány pro srovnání. Výsledkem je celková cena podniku. Tato modifikace metody má širší použití a je vhodná také pro ocenění menších podniků s jinou právní formou než je akciová společnost. „Násobitele pak vyjadřují přímo hodnotu podniku jako násobek ukazatelů za podnik jako celek, například: roční zisk po dani, EBIT, EBDIT, účetní hodnoty vlastního kapitálu, tržeb...“(5).

Metody založené na analýze trhu jsou co do pracnosti jednodušší než metody výnosové, avšak v našich podmínkách je jejich použití omezené. Jejich uplatnění je vázáno na rozvinutý kapitálový trh, časté a průhledné transakce s podniky a dostatečnou datovou základnu, která zcela jistě našemu trhu doposud chybí. Není u nás také zvykem ceny za prodeje podniků zveřejňovat a pokud se již k prodejním cenám dostaneme, nevíme zpravidla způsob stanovení ceny, resp. jaké výnosy a rizika byla při jejím stanovování kalkulována.

3.4. *Ocenění na základě analýzy majetku*

Jedná se o další metodu zabývající se oceňováním podniku. Jejím základem je stanovení majetkové hodnoty podniku, kterou také označujeme jako substanci. Způsob stanovení hodnoty podniku je založen na individuálním ocenění jednotlivých majetkových hodnot evidovaných v účetnictví oceňovaného subjektu. Takto stanovená hodnota je snižena o sumu individuálně oceněných závazků, které představují cizí zdroje podniku.

V závislosti na budoucích předpokladech o existenci podniku můžeme aplikovat dva rozdílné přístupy. Jedním je předpoklad trvalé existence podniku, tzv. going concern princip. V takovém případě stanovujeme hodnotu jednotlivého majetku na úrovni reprodukčních cen. Dle zák. o účetnictví je taková cena definována jako „...cena, za kterou by byl majetek pořízen v době, kdy se o něm účtuje.“ Nebo také můžeme předpokládat, že podnik v blízké době zanikne a stanovíme tzv. likvidační hodnotu.

Likvidační hodnota je pak dána součtem prodejních cen jednotlivých složek majetku, které se v podniku k datu likvidace nacházejí. Výše těchto prodejních cen pak do jisté míry závisí i na schopnosti trhu tento majetek „vstřebávat“, na tlaku, který je při prodeji majetku vyvíjen, a na rychlosti, s kterou je likvidace vyžadována.

Za předpokladu fungování podniku rozlišujeme tři odlišné báze pro oceňování. Dle lit. (5) se jedná o:

1. Ocenění převážně na bázi historických cen, čímž se dostáváme k účetnímu přístupu.
2. Ocenění na bázi reprodukčních cen (často označované jako substanční hodnota v užším smyslu).
3. Ocenění na bázi uspořené nákladů.

Ad.1) Zjišťujeme za kolik byl majetek skutečně pořízen. Tato báze je založena na historickém principu. Její výhodou je velká průkaznost, ale je velmi nepřesná ve smyslu ekonomické reality.

Ad.2) Pojem reprodukční cena byl již vysvětlen výše. Podstatou této báze je stanovit cenu, která by musela být zaplacená, abychom mohli daný podnik vybudovat znovu. Rozlišujeme přitom substanční hodnotu brutto a netto. Substanční hodnota brutto představuje celkovou hodnotu jednotlivých složek majetku oceněných reprodukční cenou a sníženou o případné opotřebení. Netto hodnota je pak snížená o výši dluhů. Zde je třeba zmínit rozdílný způsob oceňování nepotřebného majetku. Ten není oceňován na principu reprodukčních cen, ale zcela logicky na principu cen likvidačních. Cílem je tedy zjistit, za kolik bychom mohli daný majetek na trhu prodat. Tento přístup se někdy používá pro ocenění podílů na kapitálových společnostech, zejména na společnostech s ručením omezeným, a tak je pro naši práci vhodný.

Ad.3) Poslední ze zmiňovaných přístupů nám přímo umožňuje vyčíslit skutečnou čistou úsporu. Předpokladem je, že známe pravděpodobnou budoucí úroveň výše výnosů. Hodnota podniku je pak dána nahrazením plánovaných investičních výdajů a provozních nákladů s nimi spojených. Při tomto přístupu nezjišťujeme jednotlivé hodnoty majetku, ale pracujeme s peněžními toky.

3.4.1. Stálá hmotná aktiva

Zpravidla tvoří podstatou část majetkového ocenění, a tak hrají klíčovou roli. Pro stanovení tržní hodnoty lze využít tři základní postupy (3):

- Metoda nákladová – založena na principu náhrady, tj. kolik by investor dnes zaplatil za jednotlivé majetkové složky, pokud by je znovu pořizoval.
- Metoda výnosová – sleduje budoucí finanční tok spojený s danou majetkovou částí, který je následně diskontován
- Metoda tržního porovnání – vychází z již realizovaných prodejů analogických majetkových částí.

Mezi stálá hmotná aktiva patří pozemky, budovy a stavby, stroje, zařízení a technologické celky. Zákon o účetnictví přitom jasně definuje, kdy se která složka majetku ocení pořizovací cenou, reprodukční pořizovací cenou nebo vlastními náklady. Základem pro účetnictví je ocenění v historických cenách.

Ocenění nemovitostí může být prováděno z rozdílných důvodů, např. pro účely převodu, jako předmět zajištění při poskytování úvěru, ale nás bude dále zajímat pouze oceňování nemovitostí související s prodejem podniku.

Hodnota nemovitosti je ovlivněna nejrůznějšími faktory v závislosti na jejím charakteru. Dle lit. (5) jsou za hodnototvorné faktory v případě pozemků považovány poloha, celková výměra, způsob využití, stupeň územního plánování, míra využití, tvar pozemku, inženýrské sítě a zátěž z minulosti. U administrativních budov se hodnotí poloha, konstrukce, vybavení, dispoziční řešení, počet parkovacích míst a nájemci, resp. jejich bonita a parametry nájemní smlouvy. Mezi faktory ovlivňující hodnotu výrobních hal a skladů patří jejich poloha, konstrukce, nosnost, kancelářské plochy, typ a využití haly.

Samotný proces oceňování nemovitostí začínáme kvantifikací stavby. Ta se určuje nejčastěji jako objem obestavěného prostoru vyjádřeného v m^3 . Po této fázi stanovujeme reprodukční hodnotu jednotlivých staveb zpravidla vyjádřenou v Kč/ m^3 . Tato hodnota je ovlivněna výše zmíněnými faktory. Cenu stavby můžeme stanovit třemi způsoby. Jedním z nich je aplikace rozpočtové metody, kdy provedeme soupis všech konstrukčních prvků stavby a zjistíme jejich ceny. Další možností je použití technicko-hospodářských ukazatelů (THU), které znázorňují cenu stavebních prací na měrnou

jednotku. Výsledná cena stavby je pak dána součinem THU a příslušné měrné jednotky. Poslední možností je využít veřejně dostupný rozpočet nákladů podobné stavby. V dalším je třeba vyjádřit opotřebení stavby, které bude zahrnovat složku fyzickou i morální. Opotřebení lze vyjádřit např. lineární funkcí přímé závislosti opotřebení na staří stavby vzhledem k její celkové životnosti. Časová hodnota stavby je následně dána rozdílem její pořizovací hodnoty a úrovně opotřebení.

Abychom získali celkovou věcnou hodnotu nemovitostí, musíme k časové hodnotě staveb přičíst hodnotu pozemků. Pro stanovení ceny pozemků je možno použít několik metod, které jsou však založeny na stejném principu – tržním porovnání. Mezi nejznámější z nich patří porovnávací metoda (srovnává s prodejními cenami obdobných pozemků), ocenění podle cenových map, indexové metody (hodnota jiného pozemku \pm index zohledňující odlišnosti) atd.

Pro stanovení hodnoty jednotlivých strojů a zařízení potřebujeme seznamy těchto aktiv s informacemi o pořizovacích hodnotách, úrovni odpisů a případných nákladech na opravy. Cílem je zjistit skutečný stav, tedy stanovit za kolik by byl stroj pořízen dnes a snížit jeho cenu o úroveň opotřebení. Ta může být stanovena pomocí existujících amortizačních křivek a stupnic. Problémem je stanovit cenu stroje, který se dnes již nevyrábí. V takovém případě lze použít cenu stroje srovnatelného, popř. cenové indexy. Výsledkem je časová hodnota stroje, která zohledňuje výchozí cenu stroje, úroveň amortizace i případné přirážky/srážky v závislosti na technickém stavu stroje.

3.4.2. Oběžná aktiva

Za oběžný majetek považujeme zásoby, pohledávky a finanční majetek.

V případě zásob hovoříme o zásobách materiálu, vlastní výroby a zboží. Tyto jsou v zásadě oceňovány v historických cenách. Podle způsobu pořízení oceňujeme zboží pořizovacími cenami, na úrovni vlastních nákladů nebo reprodukčními pořizovacími cenami. Pro oceňování stejných zásob pořízených za různé ceny se v současnosti používá technika průměrování, technika FIFO a u nás zakázaná technika LIFO.

Pro účely ocenění podniku je třeba zásoby rozlišit na potřebné a nadbytečné. To je možné např. stanovením doby obratu zásob pro jednotlivé druhy zboží. Zásoby, které nepotřebuje k běžnému provozu, oceníme likvidační cenou. Zásoby potřebného materiálu a zboží oceníme reprodukčními pořizovacími cenami k datu ocenění. Hodnotu zásob vlastní výroby stanovíme na úrovni úplných vlastních nákladů. Pokud je prodejní hodnota výrobku nebo zboží nižší, použijeme tuto.

Další skupinu oběžného majetku představují pohledávky. Jedná se o právo věřitele požadovat určité plnění na dlužníkovi. V účetnictví evidujeme krátkodobé a dlouhodobé pohledávky v rámci oběžného majetku, dlouhodobé poskytnuté půjčky v rámci dlouhodobého finančního majetku a pohledávky za upsaný základní kapitál. Pohledávky oceňujeme při jejich vzniku jmenovitou hodnotou, při nabytí za úplatu nebo vkladem pořizovací cenou.

Pro oceňování pohledávek v rámci ocenění podniku jako celku postačí pouze zjednodušené přístupy, kdy rozdělíme jednotlivé pohledávky do skupin v závislosti na době po splatnosti. Výsledná jmenovitá hodnota pohledávek je následně vynásobena koeficientem pro danou skupinu, který zohledňuje riziko nezaplacení pohledávek. Dlouhodobé pohledávky je však třeba podrobit hlubší analýze a také diskontování, které zohlední jejich pozdější splatnost. Pohledávky vůči státu a institucím sociálního a zdravotního zabezpečení je možno převzít v jejich účetních hodnotách.

Finanční majetek podniku tvoří především peníze na účtech a peníze v pokladně. Ty se oceňují jejich nominální hodnotou. Složitější je postup při oceňování CP. Pokud jsou veřejně obchodovány, stanovuje se jejich cena na kapitálových trzích. V opačném případě aplikujeme již popisovanou metodu tržního porovnání s využitím násobitelů.

3.4.3. Nehmotný majetek

Nehmotný majetek (NM) obsahuje zřizovací výdaje, nehmotné výsledky výzkumu a vývoje, software, ocenitelná práva, goodwill a jiný dlouhodobý nehmotný majetek. Tento druh majetku oceňujeme v účetnictví v závislosti na způsobu pořízení.

Nakoupený NM se oceňuje pořizovacími cenami, majetek vytvořený vlastní činností vlastními náklady nebo reprodukčními pořizovacími cenami. Mezi hlavní předměty NM dle lit. (5) patří vynálezy, užité vzory, průmyslové vzory, ochranné známky a obchodní tajemství.

I v případě oceňování NM lze použít všechny tři přístupy již zmiňované v případě stálých aktiv – tedy přístup tržní, nákladový a výnosový. Tržní přístup je u nás prakticky nepoužitelný vzhledem k malé datové základně a nízké úrovni informovanosti o podobných transakcích. Navíc bývá NM součástí prodeje určitého celku, a tak nejsme schopni z veřejně dostupných informací získat individuální hodnoty NM. Nákladový přístup je také alternativou, která nenachází velké obliby. Její podstatou je stanovení ceny NM jako součet nákladů s NM, např. ochrannou známkou, spojených.

Nejvíce používaným je výnosový přístup s několika metodickými variantami, mezi které dle lit. (3) patří:

- Metoda s využitím licenční analogie – ta je založena na stanovení výše výdajů, které by musel uživatel zaplatit v případě, kdy by si licenci pronajal od jiné osoby. Základem je tedy stanovit výši poplatku za pronájem licence, která se zpravidla počítá procentem z obrátu nebo ze zisku, naplánovat předpokládanou výši obrátu a odhadnout délku životnosti NM vyjádřenou koeficientem zastarávání. Celková hodnota tohoto NM je dána jako součet budoucích hodnot postupně snižovaných koeficientem zastarávání a diskontovaných na současnou hodnotu k datu ocenění.
- Metoda přírůstku výnosu – princip této metody spočívá v odhadu části zisku, který je tvořen díky existenci ochranné známky. Tato metoda vyžaduje schopnost vydělit ze zisku tu část, která byla dosažena existencí ochranné známky, což je značně problematické.
- Metoda kalkulované ztráty výnosu – oceňuje NM ve výši předpokládané ztráty, která by byla způsobena nemožností využívat danou licenci, právo, známkou, atd.
- Reziduální výnosová metoda – v případě této metody je hodnota NM stanovena jako rozdíl celkového výnosu všech aktiv a výnosu, který má původ ve složce hmotného majetku.

3.4.4. Cizí zdroje

Cizí zdroje se v rozvaze společností skládají z krátkodobých cizích zdrojů, dlouhodobých cizích zdrojů a rezerv.

Mezi krátkodobé se řadí všechny cizí zdroje s dobou splatností kratší než jeden rok, ale také ta část dlouhodobých, která je splatná do jednoho roku od sestavení rozvahy. Do krátkodobých cizích zdrojů financování patří především krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci, krátkodobé závazky z obchodních vztahů, závazky k ovládaným a řízeným osobám, závazky k zaměstnancům, závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění, stát-daňové závazky a dotace, krátkodobě přijaté zálohy, vydané dluhopisy, dohadné účty pasivní a jiné závazky. Všechny tyto závazky se do oceňování přejímají v nominálních hodnotách. Důležité je stanovit případný rozsah penalizací spojených se závazky po lhůtě splatnosti.

Dlouhodobé cizí zdroje představují část cizích zdrojů, která je splatná v intervalu delším než jeden rok od sestavení rozvahy. Jedná se o dlouhodobé úvěry a závazky s členěním podobným krátkodobým závazkům. I zde můžeme převzít jejich hodnoty z účetní evidence. Zvláštní pozornost bychom měli věnovat závazkům, které nejsou v účetnictví uvedeny a také účtování rezerv.

„Rezervy jsou obvykle definovány jako závazky, kde je buď nejisté časové rozložení, nebo nejistá výše budoucích výdajů k vypořádání těchto závazků, nebo obojí.(5) V rámci českého účetnictví rozlišujeme rezervy daňové a ostatní. Rezervy daňové jsou na rozdíl od ostatních upraveny zákonem o rezervách a představují daňově uznatelný náklad v době vzniku a zdanitelný výnos při jejich rozpuštění. Ocenění rezerv rozlišujeme podle toho, zda mají charakter vnitřních nebo vnějších závazků. Vnitřní následně rozpouštíme a promítáme do substanční hodnoty podniku, jelikož představují zhodnocení majetku. Vnější ponecháváme v cizích zdrojích. Jedná se například o rezervy na záruční opravy. Při oceňování rezerv je třeba počítat se závazkem, který vznikne vůči státu z titulu daně při rozpouštění daňové rezervy do zdanitelných výnosů.

4. Strategická analýza

Důležitým předpokladem pro správné ocenění podniku je znalost makro- a mikro-prostředí, ve kterém se podnik nachází, ale také jeho vnitřního potenciálu, který mu umožní existenci a další rozvoj na trhu. Cílem této kapitoly je tedy zjistit perspektivy CENTY z dlouhodobého hlediska a rizika s podnikáním na polygrafickém trhu spojená. Dále se budu zabývat vývojem polygrafického trhu na úrovni OKEČ 22.2 Tisk a činnosti související s tiskem a především predikcí vývoje podnikových tržeb v souvislosti s vývojem trhu, respektive ekonomiky České republiky.

4.1. Analýza makroprostředí

Na výkonnost každého podniku má podstatný vliv makroprostředí, ve kterém podnik provozuje svoji podnikatelskou činnost. Výhodou této analýzy je její jednoduchá kvantifikovatelnost pomocí základních ekonomických veličin. Přesto jsou závěry z této oblasti velmi důležité, jelikož existuje příčinná souvislost mezi vývojem jednotlivých parametrů makroekonomického prostředí a vlastní výkonností podniků.

Snad nejvýznamnějším parametrem vývoje makroekonomického prostředí je tempo růstu hrubého domácího produktu, který je přehledně zobrazen v následující tabulce:

Hrubý domácí produkt					
rok	2001	2002	2003	2004	2005
mld. Kč 2000	2242,9	2285,5	2367,8	2476,1	2636,8
předch. r.=100	102,5%	101,9%	103,6%	104,6%	106,5%
rok	2006	2007	2008	2009	2010
mld. Kč 2000	2805,2	2968	3118	3278	3453
předch. r.=100	106,4%	105,8%	105,1%	105,1%	105,3%

Tabulka 1:HDP

Hodnoty v tabulce pro rok 2007-2010 jsou predikcí Ministerstva financí České republiky. Z hodnot lze vyčíslit meziroční nárůst HDP ve stálých cenách roku 2000. Tento růst dosahoval v letech 2005,2006 hodnot kolem 6,5% a pro následující období je počítáno s meziročním růstem HDP v rozmezí 5,1-5,8%.

Mírné zpomalení růstu je zdůvodňováno postupným uzavíráním kladné produkční mezery a návratem k potenciálnímu produktu. V současné době je HDP taženo především spotřebou domácností a vysokými výdaji vlády. Toto se změní od počátku roku 2008, kdy se začne projevovat reforma veřejných rozpočtů – především poklesem reálné spotřeby vlády a přesunem od spotřeby domácností k investicím. Ty budou také stimulovány přísunem prostředků z fondů EU.

Velmi důležitým faktorem ovlivňujícím podnikatelské prostředí ČR je vývoj fiskální politiky státu. Hospodaření vládního sektoru je od poloviny devadesátých let výrazně deficitní, což je způsobováno především vysokou výdajovou tendencí. K snížení deficitu došlo v letech 2004-2005, do kterých se promítla příznivá fáze ekonomického cyklu a také efekt reformy veřejných rozpočtů z roku 2003. V roce 2007 dochází k nárůstu výdajů vládního sektoru, který je způsoben přijetím mnoha nových zákonů. V následujícím období je očekávána změna HDP z 5 na 9%, která se také dotkne trhu s knihami a další výrazné snižování vládního deficitu od roku 2008, které bude mít krátkodobý negativní dopad, ale z dlouhodobého hlediska pozitivní růstovou tendenci. Předpokládá se také snížení daně z příjmů právnických osob na 19%. Důležitým aspektem pro CENTU je stanovování minimální mzdy, která je vyplácena pomocným silám ve výrobě. Výše odvodů na sociální a zdravotní pojištění hrazené zaměstnavatelem za zaměstnance zůstává stejná.

Vývoj úroků je dalším významným faktorem. CENTA má v současnosti vysoký podíl cizích zdrojů, a tak je pro ni tato otázka velmi citlivá. Hodnoty úrokových sazeb na úvěrovém bankovním trhu jsou odvozovány od vývoje mezibankovních úrokových sazeb, které jsou ovlivňovány sazbami, které stanovuje ČNB. Vývoj úrokových sazeb je hlavním nástrojem monetární politiky.

Vývoj úrokových sazeb v % p.a.					
Rok	2001	2002	2003	2004	2005
Repo 2T	4,75	2,75	2,00	2,50	2,00
PRIBOR 3M	5,18	3,55	2,28	2,36	2,01
Úrokové sazby z úvěrů	6,83	5,82	4,57	4,51	4,27
Rok	2006	2007	2008	2009	2010
Repo 2T	2,50	x	x	x	x
PRIBOR 3M	2,3	2,9	3,3	3	x
Úrokové sazby z úvěrů	4,29	4,7	5	4,9	x

Tabulka 2: Úrokové sazby

Vzestup úrokových sazeb z úvěrů je předpokládán v důsledku již realizovaného a dále očekávaného růstu základních úrokových sazeb. Jejich růstem snižuje ČNB hrozící inflační rizika a tlaky plynoucí z vysokého tempa reálné ekonomiky. Pro rok 2008 je také odhadován růst sazeb z vkladů domácností z 1,4% na 1,6%.

Inflace je dalším makroekonomickým faktorem. Projevuje se v cenách vstupů a výstupů každého podniku. Negativním aspektem je podhodnocování odpisů dlouhodobého majetku, který je evidován v historických (pořizovacích) cenách, což ve svém důsledku vede k vyšší daňové zátěži. Dlouhodobě je inflace v ČR tažena zejména cenami elektřiny a plynu pro domácnosti. Dále k růstu cen přispívají především ceny potravin, alkoholických i nealkoholických nápojů a tabákových výrobků.

Ceny zboží a služeb					
Rok	2001	2002	2003	2004	2005
průměr roku(2005=100)	93,7	95,4	95,5	98,2	100
průměrná míra inflace (v %)	4,7	1,8	0,1	2,8	1,9
Rok	2006	2007	2008	2009	2010
průměr roku(2005=100)	102,5	104,9	108,5	110,9	x
průměrná míra inflace (v %)	2,5	2,3	3,4	2,3	x

Tabulka 3: Ceny zboží a služeb

Predikce vzrůstu inflace pro rok 2008 ovlivněna reformou veřejných financí. Ta povede ke zvýšení DPH u části zboží a služeb ze snížené sazby 5% na 9%. Tato změna se dotkne přibližně 28% objemu položek spotřebního koše, mj. knih. Od ledna 2008 lze očekávat výrazný růst cen těch komodit, které se nacházejí v nedostatečném konkurenčním prostředí a implementace zvýšené daně bude využito k růstu marží. Toto tvrzení také koresponduje s předpokládaným růstem cen vody, plynu a elektrické energie, což negativně ovlivní nákladovost výroby v CENTĚ. Se vši pravděpodobností dojde také ke snížení koupěschopné poptávky v důsledku snížení kupní síly obyvatelstva a faktu, že knihy nepatří mezi nezbytné statky.

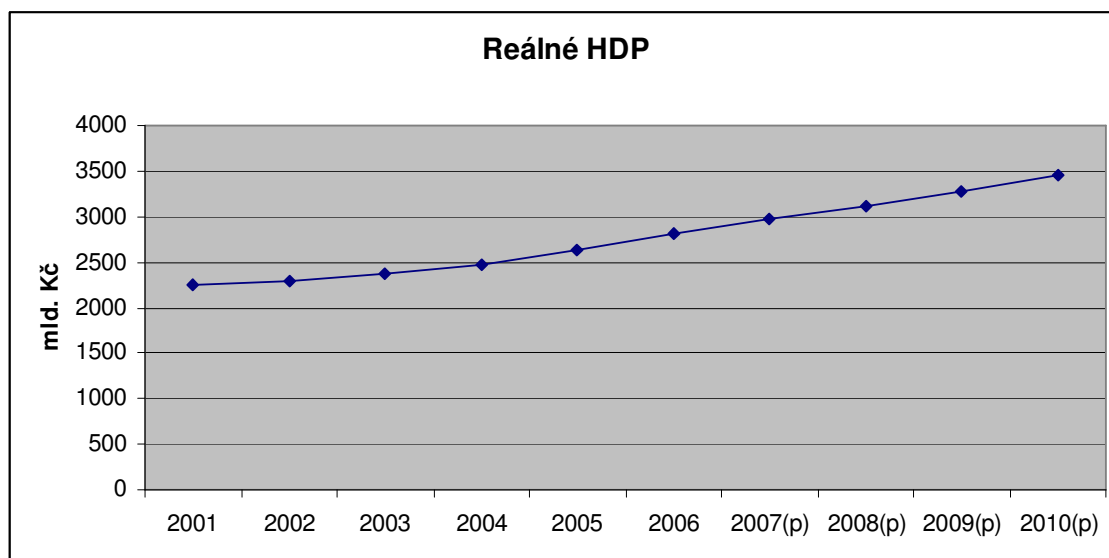
Vývoj devizových kurzů je v současnosti často probíraným tématem. V dlouhodobém trendu můžeme zaznamenat posílení kurzu koruny, především vzhledem k euru. Ve svém důsledku vede posilování koruny ke zlevňování dovozu a zdražování vývozu. I v dalších obdobích lze předpokládat trend „sbližování“ české koruny a eura, které bude ukončeno zavedením jednotné evropské měny i v České republice. CENTA nemá mezi

svými dodavateli a odběrateli zahraniční osoby, a tak se jí tato problematika přímo nedotýká.

Směnné kurzy					
rok	2001	2002	2003	2004	2005
CZK/EUR	34,08	30,81	31,84	31,9	29,78
CZK/USD	38,04	32,74	28,23	25,7	23,95
rok	2006	2007	2008	2009	2010
CZK/EUR	28,34	28	27,4	26,8	x
CZK/USD	22,61	21,2	20,8	20,3	x

Tabulka 4: Směnné kurzy

Závěrem této kapitoly bych rád zmínil ještě další dva faktory. Jedním z nich je vývoj peněžní nabídky, která je ovlivňována ČNB, ale také např. zahraničními investory. Přebytek peněz na trhu vede ke snižování úrokových sazeb a naopak jejich nedostatek k růstu. Posledním faktorem jsou politické a ekonomické šoky, které se vždy zásadním způsobem promítají v podnikatelské sféře. V tomto ohledu lze konstatovat, že české politické a ekonomické prostředí je poměrně stabilní. Negativem je značná legislativní změň a nedostatky v právním rámci firemního úpadku, které by však měly být řešeny novým úpadkovým zákonem platným od roku 2008.



Graf 1: Reálné HDP

4.2. Analýza mikroprostředí

Tato část diplomové práce je zaměřena na odvětví polygrafického průmyslu, tedy je zpracována na úrovni OKEČ 22200 *Tisk a činnosti související s tiskem*. Podkladem pro zpracování této kapitoly jsou data, která byla získána od Ministerstva průmyslu a obchodu, které se odvětvovými analýzami na úrovni OKEČ zabývá.

4.2.1. Relevantní trh a jeho analýza

Pro ocenění CENTY je třeba stanovit relevantní trh, na kterém společnost vyvíjí svoji podnikatelskou činnost. V našem případě stanovuji jako relevantní knižní trh s působností v celé České republice s přibližně 6 miliony potenciálních čtenářů. V dalším bude analyzováno odvětví polygrafického průmyslu, ve kterém trh s knihami tvoří významnou část.

Odvětví polygrafického průmyslu je charakteristické investiční náročností a potřebou kvalifikovaných sil. Proto je tak charakteristický vysoký podíl zahraničního kapitálu, ale také rozrůstající se investiční pobídky pro rozvoj nových technologií a modernizaci stávajících zařízení. V současné době také dochází k mnoha fúzím tiskáren s vydavatelskými společnostmi a masovému rozšiřování nových „alternativních“ médií jako např. internet. Dominantní postavení má odvětví v Praze, kde sídlí nejvíce tiskárenských kapacit a jejich počet se zvyšuje. Dále, dle odvětvových produkčních charakteristik, mají největší zastoupení tiskárny umístěné v kraji Středočeském, Jihomoravském, Moravskoslezském a Ústeckém.

Mezi hlavní ekonomické ukazatele trhu bezesporu patří tempo vývoje tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. Meziročně dochází k růstu těchto tržeb a to jak v běžných, tak ve srovnatelných cenách. V posledních obdobích lze konstatovat ustálení hodnoty tržeb na hladině kolem 31 mld. Kč. I pro následující období lze očekávat růst tržeb, který však bude negativně ovlivněn růstem snížené sazby DPH z 5 na 9% a také zvýšeným zájmem o interaktivní média a četbu na PC.

Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb v b.c. a ve s.c. v letech 2000-2005						
OKEČ 22.2	2000	2001	2002	2003	2004	2005
(mil. Kč) b.c.	18518,1	22285,2	23915,6	28657,4	31231,4	31393,8
meziroční index (b.c.)	x	120,3%	107,3%	119,8%	109,0%	100,5%
(mil. Kč) s.c. r. 2000	18518,1	21579,1	23706,3	28522,5	31009	30942
meziroční index (s.c.)	x	116,5%	109,9%	120,3%	108,7%	99,8%

Tabulka 5: Tržby dle OKEČ 22200

V tabulce č. 6 je přehledně zobrazen vývoj cenových indexů. Po poklesu cenového indexu výrobků SKP 22.2 v roce 2002 byl zaznamenán v následujícím roce mírný nárůst následován opětovným poklesem. Lze konstatovat, že se ceny pohybovaly pod úrovní celostátního průměru inflace. Tento fakt je způsoben především přebytkem nabídky výrobních kapacit v odvětví, vysokou konkurencí mezi jednotlivými tiskárnami a rozvojem tiskařských technologií, umožňujících levnější a kvalitnější tisk.

Vývoj cenových indexů výrobků v letech 2000-2005					
%	meziroční index				
	01/00	02/01	03/02	04/03	05/04
SKP22.2	101,6	98,5	98,2	100,6	99,8

Tabulka 6: Cenový index výrobků SKP 22.2

V další tabulce je popsán vývoj ukazatele účetní přidané hodnoty, který vykazoval v celém sledovaném období trvalý nárůst. Tedy růst tržeb vždy výrazně převyšoval náklady na materiál, energii a poskytnuté služby. Výrazný nárůst této hodnoty v roce 2004, kdy došlo k meziročnímu zvýšení o 21,5%.

Účetní přidaná hodnota v b.c. a ve s.c. v letech 2000-2005						
OKEČ 22.2	2000	2001	2002	2003	2004	2005
(mil. Kč) b.c.	5649,2	6781,6	7929,9	9262,8	11086,4	11739,4
meziroční index (b.c.)	x	120,0%	116,9%	116,8%	119,7%	105,9%
(mil. Kč) s.c. r. 2000	5649,2	6274,2	7201,5	8249,1	10019,1	10301,1
meziroční index (s.c.)	x	111,1%	114,8%	114,5%	121,5%	102,8%

Tabulka 7: Účetní přidaná hodnota výroby OKEČ 22.2

Počet pracovníků se až do roku 2003 meziročně zvyšoval, což lze přisuzovat růstu tržeb v daném odvětví. V této době tedy růst tržeb a potřeba nových pracovních sil převyšovaly faktor rozvoje a modernizace výrobních zařízení, souvisejícího s úsporou nákladů na pracovní síly. Tento trend se obrátil od roku 2004, kdy lze v poměrně

krátkém období zaznamenat pokles počtu pracovních sil i přes neustálý růst tržeb v odvětví.

Počet pracovníků v letech 2000-2005						
OKEČ 22.2	2000	2001	2002	2003	2004	2005
osoby	20904	21264	23687	25869	24491	23916
meziroční index	x	101,7%	111,4%	109,2%	94,7%	97,7%

Tabulka 8: Počet pracovníků v OKEČ 22.2

Tato část analýzy se nezabývá vývojem zahraničního obchodu, jelikož CENTA v současnosti nevyvází do zahraničí, ani o této možnosti v budoucnosti neuvažuje. O to více je pro nás důležitý ukazatel tuzemské spotřeby knih. Ta se meziročně zvyšuje a výrazného nárůstu dosáhla v roce 2003 – meziročně o celých 42%.

Tuzemská spotřeba knih v b.c. v letech 2000-2005						
SKP 22.2	2000	2001	2002	2003	2004	2005
(mil. Kč) b.c.	25011,4	25407,7	27296,7	38937,5	42089	42607,9
meziroční index	x	101,6%	107,4%	142,6%	108,1%	101,2%

Tabulka 9: Tuzemská spotřeba SKP 22.2

Za zmínku ještě stojí vývoj zahraničních investic, které dosáhly v roce 2004 výše cca 9,8 mld. Kč. Tyto investice jsou financovány zahraničními majiteli do podniků umístěných v České republice a souvisí s modernizací výrobního zařízení. Rostoucí trend těchto investic koresponduje s vysokou investiční náročností daného odvětví a nárůstem vlivu zahraničního kapitálu v oblasti polygrafického průmyslu. Oproti tomu tuzemské investice v zahraničí jsou zanedbatelné.

Přímé zahraniční investice OKEČ 22					
(v mil. CZK)	k 31.12.2000	k 31.12.2001	k 31.12.2002	k 31.12.2003	k 31.12.2004
Zahr. investice v ČR	8125,9	8139,8	9476,7	8323,1	9763,6
Tuzem. Investice v zahr.	2,2	86,7	984,9	153,2	190,4

Tabulka 10: Přímé zahraniční investice OKEČ 22

Posledním trendem daného odvětví je digitalizace polygrafického výrobního procesu, která se nejvíce projevuje v oblasti přípravy tisku. Technologie Computer to Plate (CtP) umožňuje připravit tiskovou desku pouhým laserovým osvitom tiskových desek, což zlepšuje kvalitu a zrychluje celou přípravu tisku. Tato technologie se velmi rozšířila

zprvu ve velkých tiskárnách a v současnosti je oblíbenou formou přípravy tisku i v menších podnicích. CENTA tento trend také zachytila a management si velice dobře uvědomoval nezbytnost tohoto zařízení, které bylo až donedávna předmětem outsourcingu a CtP stroj v minulém roce také pořídila. Trendem budoucnosti je propojování a integrace všech tří hlavních částí polygrafického výrobního procesu, tj. fáze přípravy tisku (pre-press), samotného tisku na tiskařských strojích (press) a dokončovací práce (post-press). Toto umožní jednotné datové standardy, pomoci nichž budou řízeny všechny polygrafické stroje a systémy.

4.2.2. Analýza konkurence

Firma se nachází ve velmi silném konkurenčním prostředí v rámci celé České republiky. Přes 90 % všech nakladatelství sídlí v Praze, zatímco největší koncentrace tiskáren je právě na Moravě. Je velice obtížné posoudit objem vyrobených knih a podíl na trhu, protože tyto údaje nejsou nikde shromažďovány, ale podle kvalifikovaných odhadů je podíl CENTY na trhu vázaných knih 10 – 15%. Ceny, které jsou diktovány konkurencí, dosahují částek jen něco málo převyšující provozní náklady. Trh bych charakterizoval jako trh s nedokonalou konkurencí, kdy je jakási možnost diferenciací produktu. Jedinou možností, jak dosáhnout zisku a zajišťovat tak stabilně kladný hospodářský výsledek, je neustálá kontrola režijních nákladů společnosti.

CENTA se zabývá z 99 % výrobou knížek pro tuzemský trh. Vstup na zahraniční trhy je kapitálově velmi náročný a konkurence ve střední Evropě silná. Jakékoliv vyjednávání o cenách je ztíženo tím, že odběrateli jsou koncoví zákazníci (soukromé subjekty), přísně kontrolující svůj rozpočet. Konkurenční schopnost je tedy dána převážně cenou, za kterou je firma ochotna knihu vytisknout, kvalitou a termíny dodání. Společnost se orientuje především na knižní trh, jelikož trh novin je z velké části ovládnut německým kapitálem. Vstup do tohoto odvětví by byl velmi náročný z důvodu monopolního postavení. Dále viz. **Porterův pětifaktorový model:**

- 1) Intenzita konkurence uvnitř odvětví** - mezi největší konkurenty společnosti CENTA patří: Těšínská tiskárna, a.s.; Finidr s.r.o.; Ekon, družstvo (se sídlem

v Jihlavě); Tiskárny Havlíčkův Brod, a.s. a Ueberreuter Print s. r. o. (se sídlem v Pohořelicích). Jak již vyplývá z analýzy trhu, v odvětví polygrafického průmyslu je vysoká konkurence.

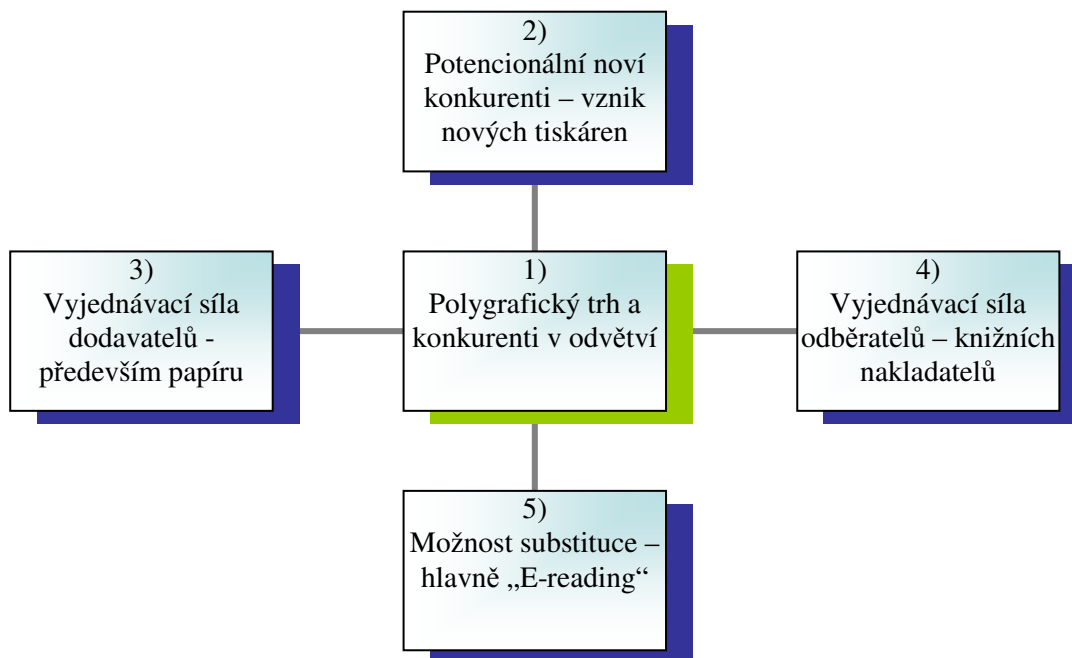


Schéma 4: Porterův pětifaktorový model

- 2) **Potencionální noví konkurenti** – vstup do odvětví je kapitálově náročný vzhledem k vysoké nákladovosti počátečních investic. V polygrafickém průmyslu je vysoká totožnost poskytovaných služeb a absolutní výhoda nízkých nákladů. Odvětví není tak zajímavé pro nově přicházející firmy vzhledem k vysoké konkurenci a nižší oborové rentabilitě.

- 3) **Vyjednávací síla dodavatelů** - Nejvýznamnější surovinou v oblasti polygrafické výroby je papír, který představuje 60 – 70 % nákladů na výrobu knihy. CENTA má několik významných dodavatelů, mezi které patří zejména Ospap, Europapír, Antalis a Schneidersöhne. Cena papíru se odvíjí od ceny buničiny na světových trzích a konkurence. Ta je v tomto případě eliminovaná specializací jednotlivých velkoobchodů na určitý konkrétní druh a kvalitu papíru. V důsledku této diferenciaci si firmy vzájemně tolik nekonkurují a stanovují vyšší ceny. V těchto tržních podmínkách předpokládám zvýšení cen

vstupů v důsledku zvýšení nepřímých daní a růstu cen energií o 5-8%. Není zde hrozba dopředné integrace.

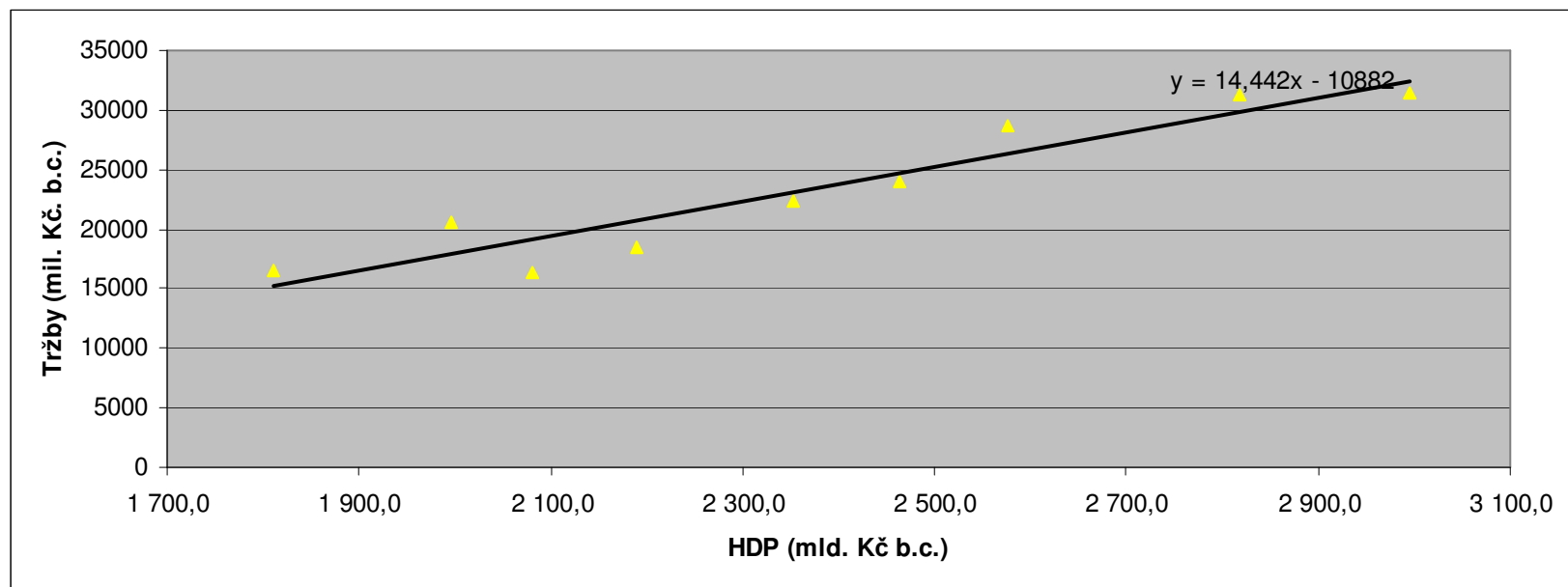
- 4) **Vyjednávací síla odběratelů** - Převážná část tržeb je zajištěna odběrateli, s kterými má firma dlouhodobé vazby. Mezi ně patří nakladatelství BB Art, Albatros nebo Alpress, které tvoří asi 55% celkové produkce v CENTĚ. Většina obchodů je realizována na odběratelský úvěr. Splatnosti pohledávek jsou zpravidla 3 měsíce, ale i půl roku a více. Dlouhodobým problémem je horší platební morálka, která váže potřebné finanční prostředky společnosti a závislost na klíčových odběratelích, kteří tvoří významný podíl produkce celé tiskárny. Vzhledem k vysoké konkurenci v odvětví je vyjednávací síla odběratelů poměrně vysoká, což koresponduje s obchodními podmínkami prodeje.
- 5) **Možnost substituce** – v současnosti především hrozba růstu podílu četby na internetu a rozšiřování on-line knih. Zákazník má nulové náklady spojené s přechodem a otázkou tedy bude především ochota přejít na nový způsob četby.

4.2.3. Prognóza trhu a tržeb oceňovaného podniku

Tempo rozvoje trhu je výchozí základnou pro odhad temp budoucích a tím i pro prognózu tržeb oceňovaného podniku. Prognóza vývoje trhu je velmi komplikovaná a v současnosti není zpracována ani na úrovni OKEČ. Proto jsem ve své práci vycházel ze studie o vývoji základních makroekonomických veličin jako je růst HDP a inflace, která byla zpracována Ministerstvem financí, odborem finanční politiky, a která predikuje tyto hodnoty v pětiletém horizontu. Samotnou prognózu vývoje tržeb v odvětví jsem přímo navázal na vývoj HDP, jelikož lze prokázat lineární závislost mezi růstem HDP a růstem tržeb v odvětví polygrafického průmyslu. Výsledkem byla lineární funkce $y = 14,442x - 10882$, kterou jsem využil pro výpočet tržeb daného odvětví v letech 2007-2011. Výsledný růst trhu jsem ve finále očistil o negativní vlivy růstu DPH u knih z 5 na 9% a rozšíření alternativních médií (četba knih na internetu). Předpokládaný růst tržeb CENTY je vypočítán jako součet růstu inflace a růstu trhu dělený dvěma.

Historický vývoj klíčových ukazatelů (1997-2006)										
Ukazatel	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
HDP (v mld. Kč)	1 811,1	1 996,5	2 080,8	2 189,2	2 352,2	2 464,4	2 577,1	2 817,4	2 994,4	3 220,3
Inflace (v %)	8,5	10,7	2,1	3,9	4,7	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5
Počet obyv. (v tis.)	10303	10295	10282	10272	10224	10203	10211	10221	10251	10287
Tržby OKEČ 22.2 (v mil. Kč)	16501,7	20620,6	16299,9	18518,1	22285,2	23915,6	28657,4	31231,4	31393,8	35625,57
Meziroční růst trhu (v %)	x	125,0%	79,0%	113,6%	120,3%	107,3%	119,8%	109,0%	100,5%	113,5%
Tržby CENTA (v tis. Kč)	x	x	x	X	127918	139444	115747	120569	127600	119623
Růst tržeb CENTY (v %)	x	x	x	X	x	109,01%	83,01%	104,17%	105,83%	93,75%

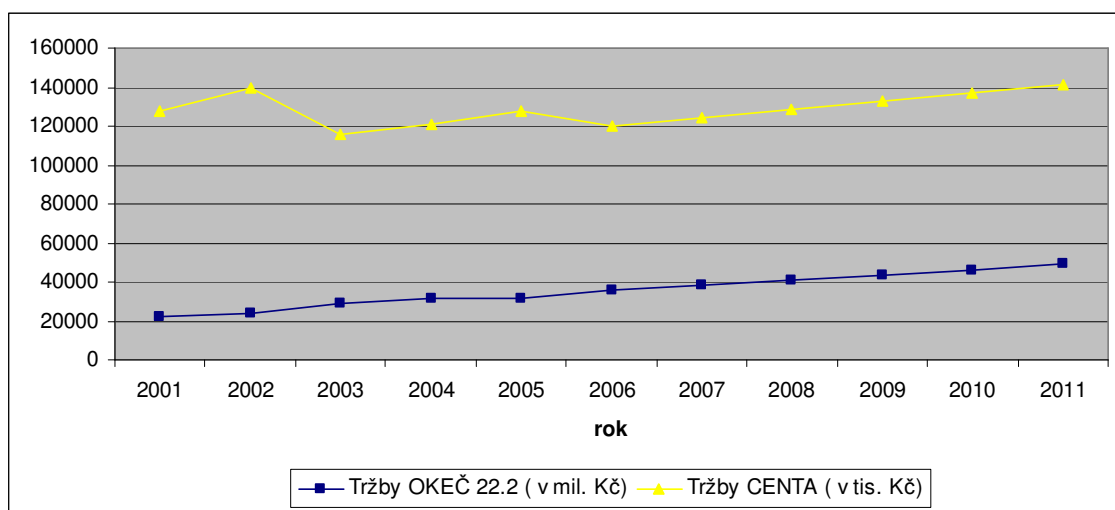
Tabulka 11: Ukazatele 1997-2006



Graf 2: Závislost HDP a tržeb v odvětví

Predikce klíčových ukazatelů (2007-2011)					
Ukazatel	2007	2008	2009	2010	2011
HDP (v mld. Kč)	3407,077	3577,431	3759,88	3959,154	4157,112
Inflace (v %)	2,30%	3,40%	2,30%	2,40%	2,70%
Počet obyv. (v tis.)	10257	10267	10276	10284	10291
Tržby OKEČ 22.2 (v mil. Kč)	38323,01	40783,26	43418,19	46296,1	49155,01
Meziroční růst trhu (v %)	107,6%	106,4%	106,5%	106,6%	106,2%
Růst trhu očištěný (v %)	5,1%	3,9%	4,0%	4,1%	3,7%
Tržby CENTA (v tis. Kč)	124049,1	128576,8	132627	136937,4	141319,4
Růst tržeb CENTY (v %)	103,70%	103,65%	103,15%	103,25%	103,20%

Tabulka 12: Predikce klíčových ukazatelů 2007-2011



Graf 3: Vývoj tržeb

Pro období 2007-2011 je tedy očekáván růst tržeb CENTY meziročně o 3,15 – 3,70% v závislosti na růstu HDP a inflace. Pro rok 2007 jsou očekávány tržby ve výši 124,0 mil. Kč, pro rok 2008 ve výši 128,6 mil. Kč, pro rok 2009 132,6 mil. Kč, pro rok 2010 136,9 mil. Kč a pro rok 2011 ve výši 141,3 mil. Kč.

5. Finanční analýza

Finanční analýzu lze chápat jako soubor činností, jejichž cílem je zjistit a komplexně vyhodnotit finanční situaci podniku. Dříve, než jsou přijímána jakákoliv investiční a finanční rozhodnutí v podniku, musí být známa „finanční kondice“, finanční zdraví firmy. Přitom nebereme v úvahu jen momentální stav, ale zajímáme se i o vývojové tendence v čase. Pozorujeme stabilitu a volatilitu výsledků a srovnáváme je se standardními hodnotami v oboru, odvětví nebo přímo porovnáváme s konkurencí. Výsledky analýzy nás informují o kladech a záporech dosavadního fungování společnosti a umožňují nám přijímat kvalifikovanější rozhodnutí v budoucnosti. Hlavní přínos podnikové analýzy spočívá tedy v porovnání jednotlivých ukazatelů v čase a v prostoru.

Finanční analýzy v obecném pojetí musí vždy odhalovat příčiny hodnoceného stavu, vývoje a navrhnout opatření ke zlepšení stavu. Pokud použijeme finanční analýzu jako nástroj v rámci oceňování podniku, zpravidla požadujeme, aby plnila dvě základní funkce (6):

- prověřovala finanční zdraví podniku
- vytvářela základ pro finanční plán, ze kterého je pak vyvozována výnosová metoda.

V dalším budou použity vybrané typy ukazatelů, které jsou podstatné vzhledem k charakteru této diplomové práce. Nejedná se o komplexní finanční analýzu, která by svým obsahem musela značně převyšovat kapacity této kapitoly. Mým záměrem je analyzovat současný stav na úrovni, jež mi dovoluje vyvodit závěry, které se promítnou do ocenění. Jedná se především o zjištění perspektivnosti podniku, která již částečně vyplývá ze strategické analýzy, ale také o doplnění podkladů pro stanovení rizika podniku. Ukazatele produktivity a nákladovosti jsou přílohou této práce.

Jako vstupní údaje budou použity auditované výroční zprávy společnosti z let 2002 až 2006. Základním předpokladem je úplnost a správnou vstupních údajů, které byly ověřeny nezávislým statutárním auditem – TEMPO-českomoravská auditorská, s.r.o.

5.1. Analýza absolutních ukazatelů

Při těchto analýzách využívám přímo údajů obsažených v účetních výkazech. Konkrétní uplatnění těchto ukazatelů pak nalézám v analýze vývojových trendů a v procentní analýze komponent. Omezím se zde opět na pro mě strategické informace.

POLOŽKA	2004		2005		2006	
	tis. Kč	změna v %	tis. Kč	změna v %	tis. Kč	změna v %
AKTIVA CELKEM	-10672	-9 %	2522	2,4 %	-3000	-2,7%
Dlouhodobý majetek	-10143	-17 %	1086	2,1%	607	1,2%
Oběžná aktiva	621	1 %	1201	2,2%	-3692	-6,5%
Ostatní aktiva	-1150	-75 %	235	61%	85	13,7%
PASIVA CELKEM	-10672	-9 %	2522	2,4 %	-3000	-2,7%
Vlastní kapitál	1912	9 %	1098	4,8%	1420	5,9%
Cizí zdroje	-12197	-13 %	1805	2,2%	-4039	-4,8%
Ostatní pasiva	-387	-17 %	-381	-20%	-381	-25%

Tabulka 13: Horizontální analýza rozvahy

Z jednotlivých položek rozvahy lze vysledovat snižování celkové hodnoty aktiv, a to dlouhodobého majetku v roce 2004 (souvisí s prodejem budovy na ulici Veveří) a oběžných aktiv v roce 2006 (snížení stavu nedokončené výroby a krátkodobých pohledávek). V pasivech se tento pokles promítá snížením cizích zdrojů financování a postupným navyšováním vlastního kapitálu výsledky hospodaření běžného období.

Podíl na celkových aktivech/pasivech (v%)				
POLOŽKA	2003	2004	2005	2006
AKTIVA CELKEM	100 %	100 %	100 %	100 %
Dlouhodobý majetek	52 %	47 %	47%	49%
Oběžná aktiva	47 %	52 %	52%	50%
<i>Krátkodobé pohledávky</i>	30 %	33 %	39%	38%
Ostatní aktiva	1 %	0 %	1%	1%
PASIVA CELKEM	100 %	100 %	100 %	100 %
Vlastní kapitál	18 %	21 %	22%	24%
Cizí zdroje	80 %	77 %	77%	75%
Ostatní pasiva	2 %	2 %	1%	1%

Tabulka 14: Vertikální analýza rozvahy

Vertikální analýza nás informuje o struktuře aktiv a pasiv společnosti v jednotlivých letech. Společnost má tuto strukturu poměrně konstantní. Poměr dlouhodobého a oběžného majetku je 1:1, přičemž dochází k nárůstu podílu krátkodobých pohledávek v

rámci oběžných aktiv. V pasivech je poměr vlastních k cizím zdrojům 1:4, přičemž dochází k mírnému zlepšení.

POLOŽKA	2004		2005		2006	
	tis. Kč	Změna v %	tis. Kč	změna v %	tis. Kč	změna v %
Výkony	4112	4 %	7470	6,2%	10838	-8,4%
Přidaná hodnota	6541	24 %	2112	6,2%	-4113	-11,3%
Osobní náklady	4036	14 %	66	0,0%	-1647	-5,0%
Odpisy DH a DN majetku	-16	-1 %	-194	-7,0%	-49	-1,9%
Provozní výsledek hospodaření	5118	100 %	-665	-13,2%	742	16,9%
Finanční výsledek hospodaření	1997	36 %	639	17,9%	256	8,7%
Výsledek hospodaření za BČ	5272	100 %	-814	-42,6%	322	29,3
Výsledek hospodaření za ÚO	-1513	-44 %	-814	-42,6%	322	29,3

Tabulka 15: Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát

Z horizontální analýzy výkazu zisků a ztrát vyplývá výrazný pokles výkonů v roce 2006. Progresivně k výkonům dochází k poklesu přidané hodnoty, snižují se také osobní náklady. Růst provozního výsledku hospodaření i přes pokles výkonů a přidané hodnoty umožňuje rostoucí podíl nájmu v příjmech a rozpouštění v minulosti tvořených rezerv. Degrese ztráty finančního výsledku hospodaření je zapříčiněna poklesem cizích zdrojů a snížením nákladových úroků.

5.2. Analýza poměrových ukazatelů

V této podkapitole budou charakterizovány jednotlivé ukazatele likvidity, zadluženosti, rentability a aktivity. Tyto charakterizují vzájemný vztah mezi dvěma nebo více absolutními ukazateli pomocí jejich podílu.

UKAZATELE LIKVIDITY	2003	2004	2005	2006
Běžná likvidita	1,84	1,79	1,79	1,48
Pohotovlá likvidita	1,40	1,46	1,47	1,22
Hotovostní likvidita	0,22	0,33	0,14	0,09

Tabulka 16: Ukazatele likvidity 2003-2006

V tabulce můžeme vidět stavy jednotlivých ukazatelů likvidity v letech 2004 až 2006. Je velmi těžké určit optimální stav likvidity. Hodnota ukazatele běžné likvidity CENTY se v současnosti pohybuje na hranici neutrální a agresivní strategie financování. Tento stav

však podle mě není ideální. Je to dáno především nestabilní pozicí na trhu, závislostí na klíčových odběratelích, sezónních výkyvech a špatné platební morálce. Proto by pro CENTU byla z dlouhodobého hlediska ideální varianta s vyšší hodnotou tohoto ukazatele a tedy konzervativní přístup k řízení likvidity. Stavby hodnot pohotové likvidity splňují doporučené limity. Společnost má nízký podíl krátkodobého finančního majetku ve struktuře oběžných aktiv, a tak je ukazatel hotovostní likvidity také velmi nízký.

UKAZATELE ZADLUŽENOSTI	2003	2004	2005	2006
Celková zadluženost	80%	77%	77%	75%
Kvóta vlastního kapitálu	18%	21%	22%	24%
Koeficient zadluženosti	4,51	3,60	3,51	3,15
Ukazatel úrokového krytí	- 0,01	1,50	1,68	2,05

Tabulka 17: Ukazatele zadluženosti 2003-2006

Společnost celou dobu její existence provázejí vysoké hodnoty zadluženosti. Tyto hodnoty překračují oborový průměr a v současnosti pro firmu znamenají problém s přísunem dalších finančních prostředků, popř. jsou tyto prostředky velmi nákladné. Z tabulky lze vyčíst, že hodnota celkové zadluženosti činí v roce 2006 75 %. Nízké hodnoty ukazatele úrokového krytí připisují daňové optimalizaci, která je prováděna především prostřednictvím tvorby a rozpouštění daňově účinných rezerv, a proto považují jeho vypovídací schopnost za irelevantní. Kvóta vlastního kapitálu 24 % jen doplňuje skutečnost velkého podílu cizího kapitálu. Opět lze konstatovat mírné snižování zadluženosti a růst vlastního kapitálu umořováním ztráty minulých let výsledky hospodaření běžného období, které jsou za celé sledované období kladné.

UKAZATELE RENTABILITY	2003	2004	2005	2006
Rentabilita vloženého kapitálu (ROI)	6%	5%	4%	5%
Rentabilita celkových aktiv (ROA)	0%	5%	4%	5%
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	16%	8%	5%	6%
Rentabilita tržeb (ROS)	0%	4%	3%	4%

Tabulka 18: Ukazatele rentability 2003-2006

Přestože zde ukazatele rentability pro úplnost uvádím, považuji jejich vypovídací schopnost za zkreslenou. Tento fakt je způsoben každoroční snahou o daňovou optimalizaci a přesouváním části nákladů/výnosů mezi obdobími pomocí legálních

nástrojů, jako jsou např. daňové rezervy a opravné položky dle zákona č. 593/1992 Sb., o rezervách pro zjištění základu daně z příjmu. Reálná rentabilita podniku je tak cca o 3% vyšší. Pokud bychom odhlédli od této skutečnosti, je možné konstatovat, že rentabilita vloženého kapitálu a aktiv je nedostatečná a nedosahuje oborových průměrů (např. ROE dle MPO ve skupině SKP 22.2 činí 8,74%).

UKAZATELE AKTIVITY	2003	2004	2005	2006
Obrátkovost aktiv	1,00	1,14	1,18	1,11
Obrátkovost dlouhodobého majetku	1,92	2,39	2,49	2,25
Obrátkovost zásob	8,91	11,58	12,68	12,62
Doba obratu zásob ve dnech	39,83	35,05	28,83	29,76
Doba obratu pohledávek ve dnech	113,46	104,33	108,22	126,97
Doba obratu krátkodobých závazků ve dnech	134,13	90,73	88,00	103,43

Tabulka 19: Ukazatele aktivity 2003-2006

Tento typ ukazatelů nám poskytuje informace o využití a rychlosti obratu jednotlivých složek majetku. Nízká obrátkovost celkových aktiv společnosti, jejíž doporučená hodnota leží v intervalu 1,3-1,6, ukazuje na nedostatečné vytížení výrobních kapacit společnosti. Dle tohoto ukazatele a dalších vnitropodnikových zpráv mohu soudit, že je prostor k navýšení výroby až o 30 %. Kontinuálně s nárůstem výroby lze předpokládat nárůst tržeb. Jeho výše však závisí na charakteru zakázky a nákladovosti výkonů souvisejících s novou výrobou (tiskem). Ukazatel má mezi jednotlivými roky mírně se zlepšující tendenci (s výjimkou roku 2006). Prokazatelně lepší obrat dlouhodobého majetku je zkreslen vysokou odepsaností hmotných aktiv a využitím finančního leasingu na pořízení výrobních linek.

Vysoká obrátkovost zásob a nízká doba obratu zásob indikuje, že se jedná o výrobu na zakázku s nízkou dobou skladování po skončení výrobního procesu, což koresponduje s charakterem výroby. Vzájemný vztah doby obratu pohledávek a závazků vyjadřuje, po jak dlouhou dobu „úvěruje“ CENTA odběratele ze svých zdrojů. Oba typy obrátů výrazně překračují oborový průměr. Zajímavé je vzájemné porovnání průměrné doby splatnosti faktur vydaných, která je zpravidla 90 dní, a doby obratu pohledávek, které nás utvrzuje v názoru horší platební morálky odběratelů, která tak negativně ovlivňuje tok cash-flow. Společnost má vysoký podíl pohledávek i závazků po splatnosti. Struktura pohledávek po splatnosti je součástí kapitoly 8.

5.3. Analýza soustav ukazatelů

Protože souhrnné hodnocení finančního zdraví CENTY považují pro účely ocenění za podstatné, budou v následující kapitole použity 3 metody hodnocení a to: Rychlý test, Altmanův index finančního zdraví a pro české podmínky vytvořený index IN_{01} .

Při aplikaci „Quick“ testu je použita následující tabulka intervalů:

RYCHLÝ TEST	výborný	velmi dobrý	dobry	špatný	ohrožen insol.
ukazatel	1	2	3	4	5
kvóta vlastního kapitálu	> 30%	> 20%	> 10%	> 0%	negativní
doba splácení dluhu	< 3 roky	< 5 let	< 12 let	> 12 let	> 30 let
CF v % tržeb	> 10%	> 8%	> 5%	> 0%	negativní
ROA	> 15%	> 12%	> 8%	> 0%	negativní

Tabulka 20: "Quick" test - tabulka intervalů

A výsledky CENTY podle „Quick“ testu jsou v letech 2004-2006 následující:

CENTA, spol. s r.o.	2004		2005		2006	
ukazatel	hodnota	hodnocení	hodnota	hodnocení	hodnota	hodnocení
kvóta vlastního kapitálu	21%	2	22%	2	24%	2
doba splácení dluhu	x	5	x	5	29,58	4
CF v % tržeb	x	5	x	5	2,2%	4
ROA	4,7%	4	4,0%	4	4,8%	4
PRŮMĚR	4,0		4,0		3,5	

Tabulka 21: "Quick" test 2003-2006

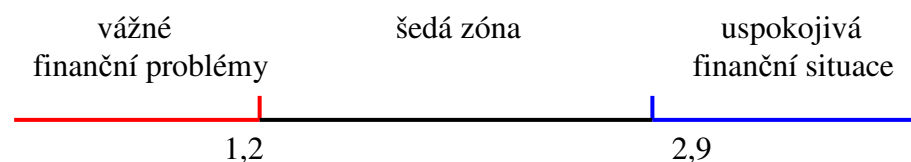
Výsledky testu hodnotí finanční situaci společnosti známkami v intervalu 3-4, tedy dobrá až špatná. Stav společnosti v roce 2006 je mírně lepší než stavy v letech 2004 a 2005. Ke zlepšení došlo v roce 2006 díky kladnému provoznímu cash-flow oproti předcházejícím rokům.

Postupem využívajícím metod matematické statistiky je také **Index IN_{01}** . Jako nespornou výhodu považují stanovení vah jednotlivých ukazatelů samostatně pro Českou republiku. Hodnotící stupnice indexu IN_{01} obsahuje celkem tři intervaly. V rámci prvního stupně, kdy je hodnota ukazatele méně než 0,75, je podnik ve finanční tísní. Hodnota indexu mezi 0,75 a 1,75 značí na nevyhraněnou situaci podniku a stupeň, kdy je hodnota indexu vyšší jak 1,75, je hodnocen jako nejlepší, kdy je podnik v dobré finanční situaci.

INDEX IN ₀₁ (CENTA, spol. s r.o.)					2004		2005		2006	
Ukazatel	Váha	2004	2005	2006	Celkem	%	Celkem	%	Celkem	%
celková aktiva/cizí zdroje	0,13	1,301	1,303	1,332	0,169	21%	0,169	21%	0,173	21%
EBIT/nákladové úroky	0,04	1,502	1,678	2,055	0,060	7%	0,067	8%	0,082	10%
EBIT/celková aktiva	3,92	0,047	0,040	0,048	0,185	23%	0,157	20%	0,189	23%
výnosy/celková aktiva	0,21	1,135	1,177	1,109	0,238	29%	0,247	31%	0,233	29%
oběžná aktiva/krátkodobé dluhy	0,09	1,792	1,789	1,483	0,161	20%	0,161	20%	0,133	16%
Hodnota indexu					0,814	100%	0,802	100%	0,811	100%

Tabulka 22: Index IN 2004-2006

Posledním ze soustav ukazatelů, avšak ne co do významu, je **Altmanova formule bankrotu** (Z-skóre). Altmanův Z faktor v sobě zahrnuje všechny podstatné složky finančního zdraví, tj. rentabilitu, likviditu, zadluženost i strukturu kapitálu. Testování Altmanova modelu v praxi ukázalo, že vcelku věrohodně předpovídá bankroty s přibližně dvouletým předstihem, ale s menší statistickou spolehlivostí do vzdálenější budoucnosti.

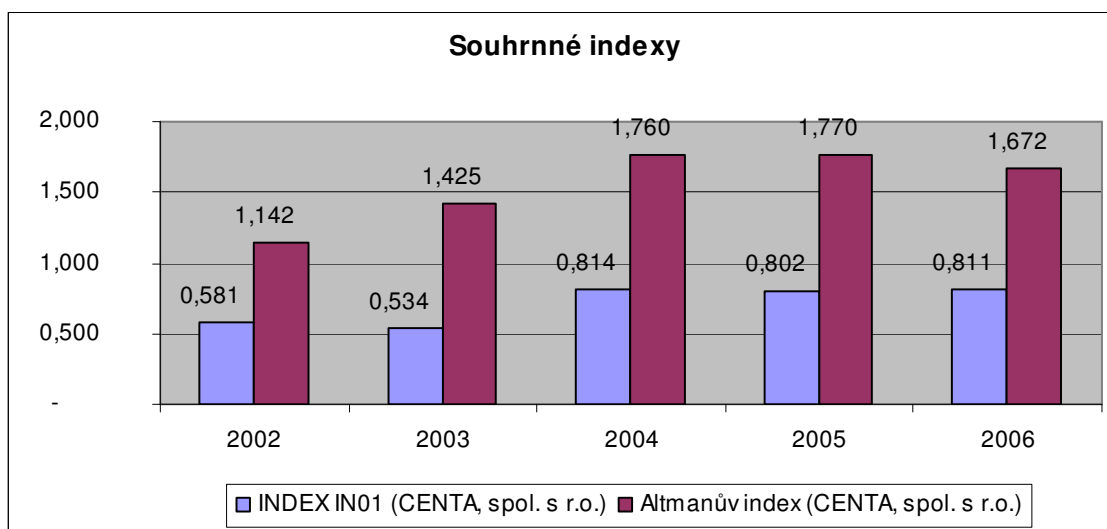


Altmanův index (CENTA, spol. s r.o.)					2004		2005		2006	
Ukazatel	Váha	2004	2005	2006	Celkem	%	Celkem	%	Celkem	%
ČPK/celková aktiva	1,20	0,231	0,230	0,163	0,277	16%	0,276	16%	0,196	12%
EAT/celková aktiva	1,40	0,018	0,010	0,013	0,025	1%	0,014	1%	0,019	1%
EBIT/celková aktiva	3,30	0,047	0,040	0,048	0,156	9%	0,132	7%	0,159	10%
vlastní kapitál/celkové dluhy	0,60	0,278	0,285	0,317	0,167	9%	0,171	10%	0,190	11%
celkové tržby/celkové aktiva	1,00	1,135	1,177	1,109	1,135	65%	1,177	67%	1,109	66%
Z FAKTOR					1,760	100%	1,770	100%	1,672	100%

Tabulka 23: Altmanův index 2004-2006

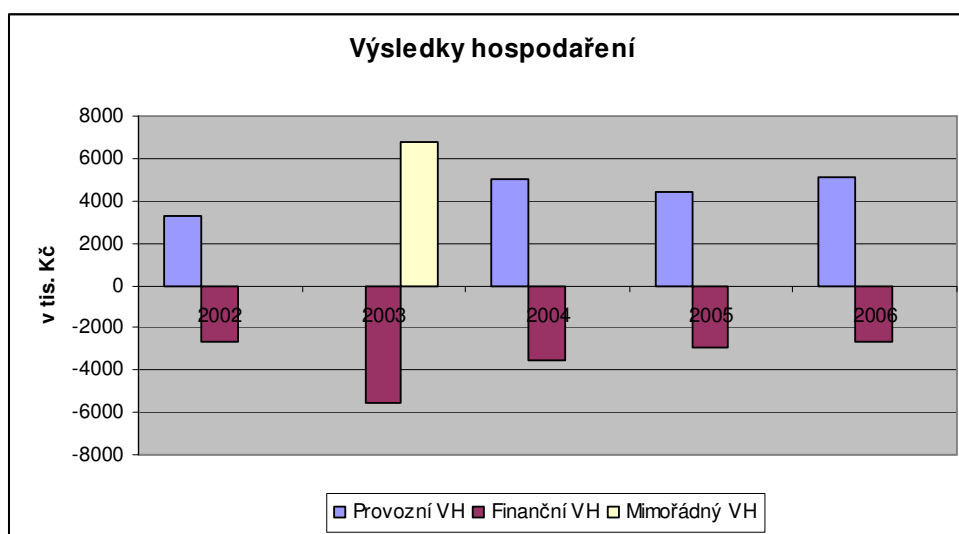
Oba výše zmíněné ukazatele charakterizují stav CENTY podobně. Index IN_{01} hodnotí stav společnosti jako nevyhraněný a také dle Altmanova indexu se společnost nachází v šedé zóně.

V následujícím grafu je zobrazen vývoj soustav ukazatelů již od roku 2002 a můžeme zde tedy přehledně vidět, že se společnost dostala do oblasti šedé zóny/nevyhraněných výsledků až od roku 2004. Od té doby se vývoj těchto indexů usadil a lze konstatovat, že je stabilní.



Graf 4: Souhrnné indexy 2002-2006

Závěrem této kapitoly o souhrnném hodnocení finančního zdraví bych rád poukázal na vývoj výsledku hospodaření CENTY v posledních letech:

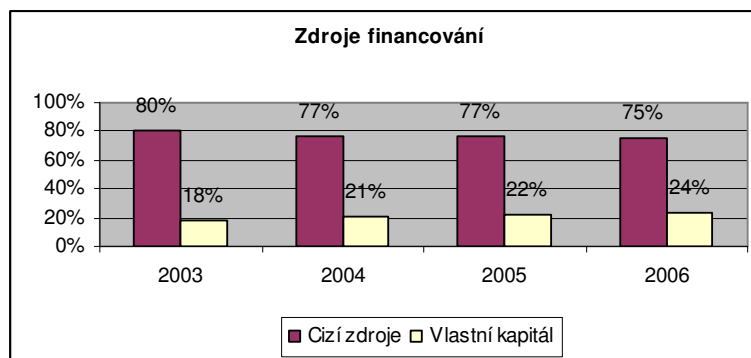


Graf 5: Výsledky hospodaření 2002-2006

5.4. Zhodnocení finanční analýzy

Po provedení finanční analýzy lze konstatovat následující skutečnosti:

- meziroční snižování celkové hodnoty aktiv (a tím i pasiv)
- společnost má vysoký podíl cizích zdrojů. Podíl cizích a vlastních zdrojů můžeme vidět v následující tabulce:



Graf 6: Zdroje financování 2003-2006

- výrazný pokles výkonů v posledním sledovaném období (rok 2006), který je způsoben poklesem obchodní síly a rostoucí konkurencí
- v důsledku vysoké zadluženosti zhoršuje hospodářské výsledky platba úroků z těchto dluhů, která se projevuje v záporných výsledcích hospodaření z finanční činnosti
- společnost má nevyužité výrobní kapacity (viz. ukazatele aktivity) – kapacitní rezerva cca 30%
- společnost dobře hospodaří se zásobami – zakázková výroba
- existence málo bonitních pohledávek – problémoví nakladatelé
- nedostatečná likvidita vzhledem k podnikatelskému prostředí – agresivní strategie není vhodná
- zlepšení souhrnných ukazatelů hodnotících finanční zdraví - od roku 2004 šedá zóna, resp. nevyhraněná situace
- nízké hodnoty ROA a ROE – zkresleno optimalizací
- zastaralost výrobních zařízení a vysoká odepsanost dlouhodobých hmotných aktiv
- Mimořádný VH v 2003 způsoben odpisem nedobytných pohledávek

6. SWOT analýza

Analýza shrnuje silné a slabé stránky společnosti, příležitosti a hrozby, se kterými se setkává v rámci odvětví. Zahrnuty jsou pouze skutečnosti strategického významu pro budoucí vývoj společnosti. Ve SWOT analýze jsou zohledněny výsledky provedených analýz a skutečnosti, které byly konstatovány vedením společnosti, dále pak mé vlastní postřehy z působení v CENTĚ.

<i>Silné stránky</i>	<i>Slabé stránky</i>
<ul style="list-style-type: none"> ❖ dostatečná kapacita k zajištění velkých zakázek ❖ kvalita výrobků ❖ dobrý Key account management ❖ pracovní nasazení manažerského týmu ❖ efektivnost práce managementu ❖ uzavřený výrobní cyklus ❖ dobré vztahy s odběrateli ❖ historie a dobrá pověst 	<ul style="list-style-type: none"> ❖ slabý marketing ❖ organizační kultura ❖ nízký tržní podíl ❖ špatná struktura zákaznického portfolia ❖ neúčinná/ chybějící podpora prodeje ❖ nízká likvidita a rentabilita ❖ nízká flexibilita ❖ nízká spolehlivost strojního zařízení ❖ nízké mzdy
<i>Příležitosti</i>	<i>Hrozby</i>
<ul style="list-style-type: none"> ❖ nové tržní segmenty (kalendáře) ❖ nové technologie ❖ volný pohyb zboží v EU ❖ nové zákaznické segmenty (stát, armáda, města) ❖ relativně slabší vyjednávací pozice dodavatelů ❖ eko-výroba ❖ dotace EU na rozvoj a podporu podnikání 	<ul style="list-style-type: none"> ❖ dlouhá lhůta splatnosti pohledávek ❖ špatná platební morálka odběratelů ❖ velmi vysoká vyjednávací síla zákazníků ❖ mnoho konkurentů v odvětví ❖ ostrá rivalita firem sledujících strategii cost focus ❖ možná ztráta strategického zákazníka (závislost na 3 největších odběratelích) ❖ zastavení výroby – porucha stroje ❖ problémy s cash-flow ❖ vysoká zadluženost ❖ další nárůst minimálních mezd

Tabulka 24: SWOT analýza

7. Ocenění společnosti metodou DCF „entity“

Záměrem této kapitoly je stanovení tržní hodnoty vlastního kapitálu společnosti CENTA k 31.12.2006 za pomoci metody DCF „entity“. Jejím principem je diskontování volně odnímatelných peněžních toků v budoucí existenci podniku. Technika ocenění vychází z teoretického základu, který je blíže popsán v kapitole 3.2.1.

V ocenění jsou zohledněny skutečnosti vyplývající z provedených analýz. Konkrétně se jedná o Strategickou analýzu (kap. 4), Finanční analýzu (kap. 5) a SWOT analýzu (kap. 6).

Pro maximální objektivnost ocenění bylo použito řady interních zdrojů:

- Výroční zprávy společnosti z let 2002-2006 včetně povinných výkazů
- Úvěrové smlouvy – 5x
- Smlouvy o finančním leasingu – 5x
- Smlouvy o půjčce – 13x
- Inventurní soupisy k 31.12.2006
- Přehled aktiv a pasiv k 31.12.2006
- Rekapitulace majetku dle typu k 31.12.2006
- Stav analytických účtů k 31.12.2006

Pro objektivní ocenění výnosovou metodou je třeba vyloučit z majetku společnosti neprovozní aktiva. Ta se následně zpravidla ocení prodejní hodnotou a na závěr ocenění se přičtou k tržní hodnotě celého podniku. V případě CENTY lze konstatovat, že tato společnost nemá neprovozní aktiva s výjimkou cca 3 000 m² kancelářských a skladových prostor, které jsou již delší dobu nevyužity. Záměrem společnosti je tyto prostory dlouhodobě pronajímat a inkasovat tak příjmy z pronájmu. Jako vhodné se mi tedy jeví odděleně ocenit výnosy z pronájmu těchto prostor a tuto skutečnost zohlednit ve výsledném výroku o hodnotě společnosti CENTA.

Položka	Rozloha celkem [m ²]	Počet pater	Plocha [m ²]	Využitá plocha[m ²]	Nevyužitá plocha [m ²]
Hl. budova (výrobní hala)	3500	2	7000	6200	800
Zadní budova (knihárna)	3500	2	7000	5800	1200
Sklad papíru	1000	1	1000	0	1000
Celkem	8000		15000	12000	3000

Tabulka 25: Obsazenost budov

7.1. Sestavení finančního plánu

Finanční plán, který je přehledně znázorněn níže, je základem pro výnosové ocenění. Při jeho tvorbě byly brány v úvahu skutečnosti vyplývající ze strategické analýzy, plánu investic, financování a tvorby rezerv. Problematická položka vývoje tržeb byla prognózována na základě provedené strategické analýzy a její propočet je obsahem kapitoly 4.2.3.

Plán investic a rezerv 2007-2011

Dle vyjádření ekonomického náměstka CENTA neplánuje pořizování nového strojního zařízení v plánovaném období. Společnost má v současnosti dostatek výrobních kapacit na zajištění plánované výroby, a tak budou v daném období nutné pouze investice do obnov a repasí stávajícího zařízení.

Konkrétně se jedná o obnovu lepící linky LBV v předpokládané ceně cca 4,5 mil. Kč s horizontem konec roku 2009 a repasí zavěšovací linky STAHL, jejíž cena je odhadována na 5 mil. Kč, do konce plánovaného období (rok 2011). Záměrem je vytvářet rezervy na tyto investice ve výši 50% jejich hodnoty ve 2 letech předcházejících roku obnovy, resp. repase.

V tis. Kč	2007	2008	2009	2010	2011
Tvorba/rozpuštění rezervy	+2 250	+2 250	-4 500 +2 500	+2 500	- 5 000
Zůstatek rezervy	2 250	4 500	2 500	5 000	0
Investice	0	0	4 500	0	5 000

Tabulka 26: Plán investic a rezerv

Tyto skutečnosti budou mít vliv na následující položky výkazů:

- Změna stavu rezerv a opravných položek
- Rezervy
- Opravy a udržování

Plán financování 2007-2011

Vygenerovaný zisk společnosti v plánovaném pětiletém období bude převážně použit na úhradu ztráty minulých let. Tím bude postupně docházet k navyšování vlastního kapitálu. Struktura úročených cizích zdrojů zůstane zachována. V plánovaném horizontu bude umořována položka Krátkodobé finanční výpomoci a Krátkodobě přijaté zálohy. Společnost nadále bude plnit svoje splátkové povinnosti z úvěrových a leasingových smluv. Přehled leasingových a úvěrových smluv je obsahem přílohy č. 4.

Dále je nutné zmínit, že ve finančním plánu nejsou kalkulovány žádné skutečnosti mimořádného charakteru, ani skutečnosti netýkající se hlavní provozní činnosti podniku. Jelikož se jedná o výrobní společnost s nízkým podílem přidané hodnoty a relativně vysokou výkonovou spotřebou, považoval jsem za nezbytné podrobně analyzovat a plánovat jednotlivé složky výkonové spotřeby v plánovaném období 2007-2011. Plán výkonové spotřeby je součástí samostatné přílohy s číslem 5.

Plánovaná rozvaha:

Ozn.	Název položky	2006 ⁶	2007	2008	2009	2010	2011
	AKTIVA CELKEM	106185	112214	119539	122365	130983	131997
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek	52316	53161	54006	54851	55696	53148
C.	Oběžná aktiva	53164	58348	64828	66809	74582	78144
D.	Ostatní aktiva	705	705	705	705	705	705

	PASIVA CELKEM	106185	112214	119539	122365	130983	131997
A.	Vlastní kapitál	25299	26178	32081	38568	45893	52944
B.	Cizí zdroje	79743	85274	87077	83797	85090	79052
B.I.	Rezervy	0	2250	4500	2500	5000	0
B.II.	Dlouhodobé závazky	35880	35572	35265	34958	34650	34343
B.III.	Krátkodobé závazky	35853	39001	39262	39389	39589	39809
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	8010	8450	8050	6950	5850	4900
C.	Ostatní pasiva	1143	762	381	0	0	0

Tabulka 27: Plánovaná rozvaha

Pozn. Úplná plánovaná rozvaha je součástí přílohy č. 6.

⁶ Skutečnost k 31.12.2006

Plánovaný výkaz zisku a ztráty:

Ozn.	Název položky	2006 ⁷	2007	2008	2009	2010	2011
II.	Výkony	117711	124049	128577	132627	136937	141319
B.	Výkonová spotřeba	85589	88288	85315	91962	89751	97474
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	63817	66317	68804	71055	73455	75906
B.2.	Služby	21772	21971	16511	20907	16296	21568
+	Přidaná hodnota	32122	35761	43262	40665	47186	43845
C.	Osobní náklady	31442	33215	34427	35512	36666	37839
D.	Daně a poplatky	168	177	184	189	195	202
E.	Odpisy DH a DN majetku	2548	2548	2548	2548	2548	2548
III.	Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	1112	952	986	1017	1050	1084
F.	Zůstatková cena prodaného DM a mat.	344	0	0	0	0	0
G.	Změna stavu rezerv a opr. pol.	-1402	2250	2250	-2000	2500	-5000
IV.	Ostatní provozní výnosy	6056	5423	5423	5423	5423	2030
H.	Ostatní provozní náklady	1066	200	200	200	200	200
*	Provozní výsledek hospodaření	5124	3746	10062	10657	11551	11171
N.	Nákladové úroky	2494	2410	2410	2369	2327	2286
XI.	Ostatní finanční výnosy	5	5	5	5	5	5
O.	Ostatní finanční náklady	184	184	184	184	184	184
*	Finanční výsledek hospodaření	-2673	-2589	-2589	-2548	-2506	-2465
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	1031	277	1569	1622	1718	1654
**	Výsledek hospodaření za BČ	1420	879	5903	6487	7325	7051
*	Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0	0
T.	Převod podílu na VH	0	0	0	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za ÚO	1420	879	5903	6487	7325	7051
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	2451	1156	7473	8108	9044	8705

Tabulka 28: Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Pozn. Úplný plánovaný výkaz zisku a ztráty je součástí přílohy č. 6.

Pro tvorbu finančního plánu byla použita metoda procentního růstu z tržeb. Jako základna sloužily stavy položek z výkazů roku 2006 s přihlédnutím k mimořádným skutečnostem a procesům probíhajícím v polygrafické výrobě. Položky výkazů byly plánovány s ohledem na přiložené plány financování, investic a tvorby rezerv.

⁷ Skutečnost k 31.12.2006

7.2. Výpočet volných peněžních toků (FCF)

Výpočet FCF je možné provést na základě aplikace obecného vzorce blíže popsaneho v kapitole 3.2.1. této práce. V našem případě se Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních rovná plánovanému výsledku hospodaření za UO, jelikož nejsou ve finančnímu plánu započítány žádné operace mimořádného charakteru nebo skutečnosti nesouvisející s hlavní podnikatelskou činností.

V našem případě rovněž nemusíme peněžní toky z provozu snižovat o investice do vzrůstajícího pracovního kapitálu nebo o investice do dlouhodobého majetku, jelikož je investiční plán již promítnut do plánovaných výkazů. V investičním plánu není počítáno s investicemi do nových strojů a zařízení, jelikož budou v tomto pětiletém období uskutečněny pouze dříve zmíněné obnovovací investice. Pro zachování going concern principu však tyto investice budou v budoucnu potřeba, což je zohledněno snížením plánovaného tempa růstu g na 1,5% meziročně viz. kapitola 7.4.

Vzorec pro výpočet FCF si tedy můžeme pro naše účely upravit do následující podoby:

(+) VH po zdanění

(+) odpisy

(+) rezervy

(-) výnosy, které nejsou příjmy

= FCF pro vlastníky a věřitele

FCF pro jednotlivé roky činí:

Položka/Rok (v tis. Kč)	2007	2008	2009	2010	2011
(+) VH po zdanění	879	5903	6487	7325	7051
(+) Odpisy	2548	2548	2548	2548	2548
(+) Rezervy	2250	2250	-2000	2500	-5000
(-) Výnosy, které nejsou příjmy	-3393	-3393	-3393	-3393	0
FCF	2284	7308	3642	8980	4599

Tabulka 29: FCF 2007-2011

7.3. Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)

Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC) je nezbytný pro celý proces ocenění. Výsledkem je kalkulovaná úroková míra pro jednotlivé roky, která je základem pro diskontování FCF. Postup výpočtu WACC je blíže popsán v kapitole 3.2.1. této diplomové práce. WACC lze vypočítat ze vzorce:

$$WACC = n_{ck} (1 - d) \frac{CK}{K} + n_{vk(z)} \frac{VK}{K}$$

Kde: n_{ck} = náklady na cizí kapitál

d = sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt

CK = hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku (pouze úročeného)

$N_{vk(z)}$ = náklady na vlastní kapitál při dané úrovni zadlužení podniku

VK = hodnota vlastního kapitálu

K = celková tržní hodnota investovaného kapitálu

Způsob výpočtu nákladů na vlastní a cizí kapitál je obsahovou náplní kapitol 7.3.1. a 7.3.2. Hodnota cizího a vlastního kapitálu v jednotlivých letech byla převzata ze zhotoveného finančního plánu. Sazby daně z příjmu stanovuje zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů v platném znění.

WACC pro jednotlivé roky činí:

Položka	2007	2008	2009	2010	2011
náklady na cizí kapitál	6,017%	6,082%	6,033%	6,033%	6,033%
sazba daně z příjmů	24%	21%	20%	19%	19%
hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku (pouze úročeného) v tis. Kč	40729	40729	40029	39329	38629
náklady na vlastní kapitál při dané úrovni zadlužení podniku	16,430%	15,358%	15,358%	14,579%	14,402%
hodnota vlastního kapitálu v tis. Kč	26178	32081	38568	45893	52944
celková hodnota investovaného kapitálu v tis. Kč	66 907	72 810	78 597	85 222	91 573
Průměrné vážené náklady celkového kapitálu (WACC) k 31.12.200x (v p.a.)	9,212%	9,455%	9,994%	10,106%	10,388%

Tabulka 30: WACC 2007-2011

7.3.1. Stanovení nákladů na vlastní kapitál

Pro výpočet nákladů vlastního kapitálu společnosti CENTA bude použita komplexní stavebnicová metoda, která je prezentovaná v lit. (5).

Postup při její aplikaci ve 3 krocích:

1. Určení konkrétních faktorů rizika podstatných pro oceňovaný podnik
2. Ohodnocení stupně rizika pro jednotlivé faktory
3. Transformace stanoveného stupně rizika na rizikovou přírážku

Ad.1) Rozlišujeme faktory rizika obchodního a finančního. Riziko obchodní je ovlivněno vývojem v oboru podnikání, konkurencí, úrovní managementu, rozsahem možných výrobních problémů a dalšími faktory. Finanční riziko představuje možnost kolísání peněžních toků a neschopnost splácet.

Ad.2) Jednotlivé faktory budou ohodnoceny v závislosti na riziku ve stupnici od 0 do 4 v následujícím členění:

Stupeň rizika	Slovní hodnocení
0	nulové riziko
1	nízké riziko
2	přiměřené riziko
3	zvýšené riziko
4	vysoké riziko

Ad.3) V dalším budeme předpokládat závislost rizikové přírážky (RP) na daném stupni rizika, který je vyjádřen veličinou x . Tato závislost bude exponenciální, jelikož většina investorů má averzi k riziku a růst výnosu tak musí být rychlejší než růst rizika.

$$RP = f(X) \Rightarrow RP = a^x$$

Náklady vlastního kapitálu pak můžeme spočítat dle následujících vztahů:

$$n_{vk} = r_f + RP$$

$$n_{vk} = r_f \cdot a^x$$

Z nich si můžeme vyjádřit rizikovou přírážku: $RP = r_f \cdot a^x - r_f \Rightarrow RP = r_f (a^x - 1)$

Pro dopočet konstanty **a** je potřebné zvolit vhodné hodnoty pro dolní a horní hranici nákladů vlastního kapitálu.

Dolní hranice je stanovena na úrovni bezrizikové úrokové míry r_f k datu ocenění. Ta činí 4,0% p.a. a byla stanovena na úrovni kupónu emise státních dluhopisů ze dne 4.12.2006 se splatností třicet let⁸.

Maximální náklady vlastního kapitálu volíme na hranici 30%, které budou dosaženy, pokud bude CENTA ohodnocena nejvyšším stupně rizika $x=4$.

Hodnotu koeficientu **a** pak můžeme vypočítat následujícím způsobem:

$$n_{vk} = r_f \cdot a^x \Rightarrow a^x = \frac{n_{vk}}{r_f}$$

$$a = \sqrt[x]{\frac{n_{vk}}{r_f}} \Rightarrow a = \sqrt[4]{\frac{n_{vk} \max}{r_f}} \Rightarrow a = \sqrt[4]{\frac{30}{4}} = 1,655$$

Při stanovování RP za jednotlivé faktory budeme jejich hodnoty určovat dle následujícího vztahu:

$$\text{RP pro daný faktor} = \frac{r_f \cdot (1,655^x - 1)}{n}, \text{ kde } n = \text{součet všech faktorů}$$

Následující tabulka znázorňuje počet hodnocených kritérií v rámci jednotlivých rizik a jejich váhu:

Položka	Počet hod. kritérií	Váha	Počet x váha
Obchodní riziko		1	0
I. Riziko oboru	4	1	4
II. Rizika trhu	3	1	3
III. Rizika z konkurence	6	1	6
IV. Management	3	1	3
V. Výrobní proces	4	1	4
VI. Specifické faktory	4	1	4
Finanční riziko	6	1,3	7,8
Počet kritérií	30		31,8

Tabulka 31: Rizika

⁸ Odkaz na přehled nejlikvidnějších emisí státních dluhopisů:
http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/trh_statnich_dluhopisu/sd/FT_NEJLIKVIDNEJSI_EMISE_SD.HTM

Pokud známe počet kritérií i jejich váhové hodnoty, můžeme za pomoci využití koeficientu **a** a bezrizikové úrokové míry **r_f** vypočítat **RP** pro 1 faktor:

X-stupeň rizika	a^x	$a^x - 1$	RP pro 1 faktor
1 Nízké riziko	1,655	0,655	0,082%
2 Přiměřené riziko	2,739	1,739	0,219%
3 Zvýšené riziko	4,533	3,533	0,444%
4 Vysoké riziko	7,502	6,502	0,818%

Úroveň rizika pro jednotlivé faktory je hodnocena na základě dotazníku, který je přílohou č. 7. Samotné vyhodnocení jednotlivých faktorů rizik k 31.12.2006 je součástí přílohy č. 8. Výsledky tohoto hodnocení jsou následující:

Typ rizika	Výše přírážky v % p.a.
I. Riziko oboru	1,700%
II. Rizika trhu	0,520%
III. Rizika z konkurence	2,227%
IV. Management	0,746%
V. Výrobní proces	0,964%
VI. Specifické faktory	1,101%
Obchodní riziko	7,257%
Finanční riziko	3,188%

Tabulka 32: Vyhodnocení faktorů rizika

Výsledná hodnota nákladů vlastního kapitálu je dána součtem bezrizikové úrokové míry, přírážky za obchodní a finanční riziko a prémie za nižší likviditu, která je u nás standardně stanovována na úrovni 1,5%⁹. Výpočet nákladů vlastního kapitálu k 31.12.2006 je přehledně znázorněn v následující tabulce:

Bezriziková výnosová míra	4,000%
Obchodní riziko	7,257%
Finanční riziko	3,188%
Riziková prémie celkem	10,445%
Prémie za nižší likviditu	1,500%
Náklady vlastního kap.	15,945%

Tabulka 33: Výpočet nákladů vlastního kapitálu

⁹ Dle Prof. Mařika, *Metody oceňování podniku*

Jelikož náklady vlastního kapitálu nejsou v jednotlivých letech konstantní, je třeba stanovit tyto náklady i pro ostatní roky plánovaného období. Vycházejme tedy z předpokladu, že úroveň finančního rizika CENTY není konstantní a že se bude měnit v závislosti na změně finančních poměrů společnosti. Při přehodnocení faktorů finančního rizika v jednotlivých letech dostaneme následující hodnoty n_{VK} :

Stupeň finančního rizika/Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Nízké	1	1	1	1	2
Přiměřené	1	3	3	4	3
Zvýšené	2	1	1	1	1
Vysoké	2	1	1	0	0
Součet	6	6	6	6	6
Bezriziková výnosová míra	4,000%	4,000%	4,000%	4,000%	4,000%
Obchodní riziko	7,257%	7,257%	7,257%	7,257%	7,257%
Finanční riziko	3,673%	2,601%	2,601%	1,822%	1,645%
Riziková prémie celkem	10,930%	9,858%	9,858%	9,079%	8,902%
Prémie za nižší likviditu	1,500%	1,500%	1,500%	1,500%	1,500%
Náklady vlastního kapitálu (v p.a.)	16,430%	15,358%	15,358%	14,579%	14,402%

Tabulka 34: Náklady vlastního kapitálu 2007-2011

7.3.2. Stanovení nákladů na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál společnosti CENTA byly stanoveny na základě váženého aritmetického průměru úročených cizích zdrojů k poslednímu dni každého plánovaného roku. Ve výpočtu byly zohledněny půjčky fyzických osob, krátkodobé a dlouhodobé bankovní úvěry. Není zde kalkulováno s ostatními „bezúročnými“ cizími zdroji jako jsou ostatní krátkodobé finanční výpomoci, krátkodobě přijaté zálohy, krátkodobé závazky z obchodních vztahů, závazky k zaměstnancům a závazky z titulu sociálního a zdravotního pojištění.

V následujícím přehledu jsou znázorněny jednotlivé cizí zdroje a náklady s nimi spojené v % p.a.:

B.II. Dlouhodobé závazky	Částka k 31.12.2006	Náklady
Ostatní dlouhodobé závazky	26 500 000,00 Kč	7%
Wegscheider Zdeněk, Ing.	1 700 000,00 Kč	2%
Pásek Emil	1 700 000,00 Kč	2%
Zelený Jiří	1 700 000,00 Kč	2%

Procházka Tomáš	800 000,00 Kč	2%
Palát Zdeněk, Ing.	800 000,00 Kč	2%
Velan Miloslav JUDr.	530 000,00 Kč	2%
Odložený daňový závazek	2 150 890,00 Kč	0%
SUMA	35 880 890,00 Kč	

B.III. Krátkodobé závazky	Částka k 31.12.2006	Náklady
Krátkodobě přijaté zálohy	4 471 000,00 Kč	0%
Krátkodobé závazky z obchodních vztahů	29 774 000,00 Kč	0%
Závazky k zaměstnancům, soc. , zdrav., státu	1 678 000,00 Kč	0%
Dohadné účty pasivní	- 70 000,00 Kč	0%
SUMA	35 853 000,00 Kč	

B.IV. Bankovní úvěry a výpomoci	Částka k 31.12.2006	Náklady
Krátkodobý bankovní úvěr	3 500 000,00 Kč	5,72%
Dlouhodobý bankovní úvěr 1	600 000,00 Kč	5,91%
Dlouhodobý bankovní úvěr 2	1 500 000,00 Kč	6,11%
Dlouhodobý bankovní úvěr 3	960 000,00 Kč	6,02%
Ostatní krátkodobá finanční výpomoc	1 450 000,00 Kč	0%
SUMA	8 010 000,00 Kč	

Celkové cizí zdroje společnosti CENTA k 31.12.2006 vykazují stav 79 743 tis. Kč. Po odpočtu neúročených cizích zdrojů se dostaneme na hodnotu 40 290 tis. Kč. Průměrné vážené náklady na tento cizí kapitál činí k datu ocenění 5,919 % p.a.

V plánovaném období však dochází ke změně absolutní výše i struktury těchto cizích zdrojů, což má za následek také změnu průměrných nákladů na tento kapitál. Vzhledem k tomu, že podstatná část těchto zdrojů je úročena fixní sazbou bez ohledu na změnu zadluženosti společnosti v jednotlivých letech nebo na vývoj mezibankovních úrokových sazeb, dochází pouze k nepatrnému posunu v průměrných úrocích cizího kapitálu. Ten je způsoben změnou mezibankovních úrokových sazeb v plánovaném období, jak to vyplývá z tab. č. 2 kap. 4.1. Analýza mikroprostředí.

Položka/Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Cizí kapitál úročený (v tis. Kč)	40729	40729	40029	39329	38629
Náklady cizího kapitálu (v p.a.)	6,017%	6,082%	6,033%	6,033%	6,033%

Tabulka 35: Náklady cizího kapitálu 2007-2011

7.4. Diskontování FCF

Posledním krokem ke stanovení tržní hodnoty oceňovaného podniku dle výnosové metody je diskontování FCF vygenerovaného během plánovaného období a diskontování pokračující hodnoty. Při aplikaci dvoufázové metody vycházíme ze vzorce:

$$H_b = \sum_{t=1}^T FCF_t (1+i_k)^{-t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T}$$

kde: T = délka první fáze v letech

PH = pokračující hodnota

i_k = kalkulovaná úroková míra (na úrovni WACC)

Posledním chybějícím parametrem je tedy PH, který můžeme spočítat jako:

$$PH_T = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g} \quad \text{a } FCF_{T+1} \text{ odhadneme dle: } FCF_{T+1} = FCF_T \cdot (1+g)$$

kde: i_k = kalkulovaná úroková míra (na úrovni WACC)

g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna

Pro výpočet FCF_{T+1} vycházíme v případě CENTY z FCF roku 2010 a nikoliv roku 2011, který je zkreslen rozpuštěním rezervy. Tempo růstu g se zpravidla stanovuje na úrovni 3%, ale vzhledem k situaci na polygrafickém trhu, budoucí potřebě investic a postavení CENTY v silném konkurenčním prostředí, stanovují tento parametr na úrovni 1,5% p.a.

Pro PH Centy tedy platí:

$$PH_T = \frac{8980 \cdot (1+0,015)}{0,10388 - 0,015} = \frac{9115}{0,08888} = 102556 \text{ tis. Kč}$$

Nyní tedy známe hodnoty FCF v jednotlivých letech i hodnotu PH. Diskontováním těchto hodnot a jejich součtem vypočteme hodnotu podniku jako celku.

Položka (v tis. Kč) / Rok	2007	2008	2009	2010	2011	FCF t+1
(+) VH po zdanění	879	5903	6487	7325	7051	x
(+) Odpisy	2548	2548	2548	2548	2548	x
(+) Rezervy	2250	2250	-2000	2500	-5000	x
(-) Výnosy, které nejsou příjmy	-3393	-3393	-3393	-3393	0	x
FCF	2284	7308	3642	8980	4599	9115
Ik;WACC (v % p.a.)	0,09212	0,09455	0,09994	0,10106	0,10388	0,10388
g (v % p.a.)						0,015
PHt						102556
FCF diskontované	2091	6100	2736	6110	2806	62568

Tabulka 36: FCF diskontované

Suma FCF (hodnota podniku) = 82 412 tis. Kč

(-) úročené cizí zdroje k 31.12.06 = 40 289 tis. Kč

(+) neprovozní aktiva k 31.12.06 = 0 tis. Kč

Hodnota vlastního kapitálu = 42 123 tis. Kč

Hodnota obchodního podílu 7,5% = 3 159 tis. Kč

Ve výpočtu však nejsou zohledněny případné výnosy z pronájmu nevyužitých ploch. Pokud bychom zohlednili jejich obsazení a výnosy z nich plynoucí do hodnoty podniku, bude celková cena vyšší. Pro výpočet výnosu z pronájmu bude počítáno s průměrnou cenou 700 Kč za 1 m²/rok, která odpovídá dané lokalitě. Předpokládejme dále, že se bude každoročně zvyšovat obsazenost těchto nevyužitých ploch o 20%. I v tomto případě bude použita metoda diskontování.

Položka / Rok	2007	2008	2009	2010	2011	FCF t+1
Volná plocha v m ²	3000	3000	3000	3000	3000	3000
Cena za m ²	700	700	700	700	700	700
Koeficient obsazenosti	0,2	0,4	0,6	0,8	0,8	0,8
Výnos z pronájmu (v tis. Kč)	420	840	1260	1680	1680	1680
Daň z pronájmu (v %)	0,24	0,21	0,2	0,19	0,19	0,19
Výnos po zdanění (v tis. Kč)	319,2	663,6	1008	1360,8	1360,8	1360,8
FCF z pronájmu (v tis. Kč)	319,2	663,6	1008	1360,8	1360,8	1360,8
Ik (v % p.a.)	0,09212	0,09455	0,09994	0,10106	0,10388	0,10388
g (v % p.a.)						0
PHt (v tis. Kč)						12106
FCF z pronájmu diskontované (v tis. Kč)	292	554	757	926	830	7992

Tabulka 37: FCF z pronájmu diskontované

Suma FCF z pronájmu = 11 352 tis. Kč

FCF z pronájmu na podíl 7,5% = 851 tis. Kč

7.5. Hodnota CENTY při aplikaci výnosové metody

Po provedení příslušných analýz a zvážení všech předpokladů právní, ekonomické, provozní a všeobecné povahy, které jsou mi k datu zpracování této diplomové práce známy, z pohledu objektivitu, opatrnosti a pro zadaný účel ocenění činím tento závěr:

Tržní hodnoty vlastního kapitálu společnosti CENTA, spol. s r.o. je 42 123 tis. Kč. Při zohlednění výnosů z pronájmu v současnosti nevyužívaných ploch může být tato hodnota vyšší až o 11 352 tis. Kč.

42 123 000 – 53 475 000 Kč

Na základě výše vysloveného výroku a za stejných předpokladů činím také závěr o hodnotě obchodního podílu 7,5% na společnosti CENTA, spol. s r.o.:

Tržní hodnota obchodního podílu 7,5% společnosti CENTA spol. s r.o. se v závislosti na zohlednění výnosů z pronájmu nevyužívaných ploch nachází v intervalu 3 159 tis. Kč – 4 010 tis. Kč.

3 159 000 – 4 010 000 Kč

8. Ocenění na základě analýzy majetku

Ocenění na základě analýzy majetku vede ke zjištění majetkové podstaty podniku a bude použito jako komplementární metoda k metodě výnosové. Nadále budeme předpokládat trvalou existenci podniku, a tak budou jednotlivé složky majetku oceněny na úrovni reprodukčních cen.

Toto ocenění bude provedeno technikou substanční hodnoty netto. Ta se vypočítá jako substanční hodnota brutto snižená o celkovou výši dluhů. Zjistíme tak tedy hodnotu vlastního kapitálu. Metoda se používá pro ocenění podílů na kapitálových společnostech, zejména na společnostech s ručením omezeným a je účelným doplňkovým údajem pro výnosové ocenění.

Metoda substanční hodnoty je založena na ocenění podniku v takové výši, kolik by stálo jeho znovuvybudování. Hodnota majetku musí být snižena poměrně k úrovni opotřebení.

Teoretická východiska této kapitoly jsou blíže popsána v kapitole 3.4. této diplomové práce.

8.1. Dlouhodobý majetek

Dle rozvahy společnosti CENTA k 31.12.2006 je dlouhodobý majetek tvořen pouze dlouhodobým hmotným majetkem. Společnost nemá žádný dlouhodobý nehmotný majetek ani žádný dlouhodobý finanční majetek. Dále tedy bude stanovena hodnota následujících majetkových položek:

- pozemky
- stavby
- samostatné movité věci a soubory movitých věcí

POZEMKY

Cena pozemků bude stanovena metodou tržního porovnání, která vychází z již realizovaných cen na trhu nemovitostí. Vzhledem k tomu, že se pozemky společnosti CENTA nacházejí v lukrativní oblasti na ulici Vídeňská, situované „přes ulici“ naproti obchodnímu centru FUTURUM, lze předpokládat, že tržní cena pozemků bude vyšší, než je cena dle dostupných cenových map.

Pozemky CENTY dle výpisu z katastru nemovitostí: (list vlastnictví 337):

Parcela	Výměra (m ²)	Druh pozemku
444/1	2777	Ostatní plocha
444/3	3690	Zastavěná plocha a nádvoří
447/1	8051	Zastavěná plocha a nádvoří
447/3	996	Zastavěná plocha a nádvoří
448	4059	Zastavěná plocha a nádvoří
444/2	2219	Ostatní plocha

Tabulka 38: Pozemky CENTY

Společnost vlastní také další parcely s rozlohou menší než 1000 m². Celkový počet dalších parcel je 8 a jejich celková rozloha činí 559 m².



■ vlastněné pozemky ■ vlastněné budovy

Zdroj: <http://www.brno.cz/index.php?nav01=2222&nav02=1697>

Cena pozemků společnosti CENTA dle cenové mapy statutárního města Brna činí 510 Kč/m².

Pro stanovení tržní ceny za 1m² pozemků bylo potřeba vyhledat zrealizované prodeje a nákupy pozemků v této lokalitě. Mezi podstatné faktory, které je třeba brát v potaz, je charakter pozemku a vzdálenost od námi oceňované nemovitosti, ale také stáří provedené transakce. Za tímto účelem jsem navštívil Ing. Jiřího Oščatku, pracovníka Magistrátu města Brno, který je odpovědný za zpracování cenových map, a s kterým jsem celý postup konzultoval a také Katastrální úřad pro Jihomoravský kraj, pobočku Brno-město, kde jsem získal potřebné informace o zrealizovaných transakcích v této lokalitě.

Za směrodatné pro stanovení tržní ceny pozemků považuji následující skutečnosti:

1. Prodejní cena pozemků společnosti PROFI am BAU CM, spol. s r.o., které jsou umístěny přímo nad pozemky společnosti CENTA, činila 1 300 Kč/m². Transakce byla realizována v roce 2002. Jedná se o pozemky, které jsou charakteristikou velmi podobné pozemkům oceňovaným. Tyto skutečnosti vyplývají ze smlouvy V-6869/2002-702 v evidenci Katastrálního úřadu pro Jihomoravský kraj.

2. V posledních pěti letech byly u ulice Vídeňská v blízkosti oceňovaného areálu realizovány následující prodeje obdobných pozemků¹⁰:

- ústí ulice Ořechovské u Vídeňské – 15 000 m² – 3460 Kč/ m² (2006)
- vedle OC FUTURUM – 4 prodeje menších pozemků – 2178-3090 Kč/ m² (2002-2004)
- pozemek vzdálený cca 50m od ulice Vídeňské (tzv. druhá řada bez přímého přístupu z ulice Vídeňské) u ulice Moravské lány – 6 000 m² – 2329 Kč/ m² (2006)
- u ulice Moravské lány (zahrady s chatou) – 1579 m² – 3000 Kč/ m² (2006), 3230 m² – 2000 Kč/ m² (2004)

Z výše uvedených srovnávacích nemovitostí plyne, že prodejní cena volného pozemku u ulice Vídeňské by se mohla pohybovat na úrovni 2 700 Kč/ m².

Vzhledem k zástavbám a věcnému břemeni, které se nacházejí na oceňovaných pozemcích koriguji výše uvedenou hodnotu koef. 0,8, tzn. $2700 \times 0,8 = 2160$ Kč/ m².

Na základě výše zmíněných skutečností bude celková hodnota pozemků stanovena jako celková rozloha pozemků násobena cenou za m²:

$$22\,351\text{ m}^2 \times 2\,160\text{ Kč/ m}^2 = \mathbf{48\,278\,160\text{ Kč}}$$

STAVBY

CENTA vlastní na výše zmíněných pozemcích k 31.12.2006 následující stavby:

Název majetku	Pořizovací cena	Zůstatková cena	Odpisová sazba
Stará knihárna	6 325 771 Kč	4 908 630 Kč	2,25
Sklad papíru	1 542 684 Kč	1 223 352 Kč	2,25
Výrobní objekt	24 672 110 Kč	18 900 342 Kč	2,25
Nová knihárna	8 440 176 Kč	6 456 734 Kč	2,25

Tabulka 39: Stavby - evidence z účetnictví

Kompletní charakteristika jednotlivých objektů je obsahem přílohy č. 10. Tyto objekty budou oceněny cenou obvyklou, která je definována v zákoně č. 151/1997 Sb., o

¹⁰ Znalecký posudek č. 5749-56/08 Ing. Miroslav Kovalčík

oceňování majetku. Tento zákon říká že: „obvyklou cenou se pro účely tohoto zákona rozumí cena, která by byla dosažena při prodeji stejného, popřípadě obdobného majetku nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění...“ Z této definice vyplývá, že splňuje námi kladené požadavky na výpočet ceny v souladu s účelem ocenění.

Pro ocenění jednotlivých objektů jsem použil program Delta-NEM od společnosti Diotima s.r.o., resp. jeho demo verzi, která je použitelná po dobu 30 dnů od nainstalování. Tuto zkušební verzi programu jsem stáhl z webových stránek společnosti.

Po zadání klíčových dat o objektech, dle přílohy č. 10, jsem dospěl k následujícím výsledkům. Cena bez odpočtu opotřebení:

Hlavní výrobní objekt.....	60 969 504 Kč
Stará knihárna.....	27 096 106 Kč
Nová knihárna.....	25 227 345 Kč
<u>Sklad papíru.....</u>	<u>16 386 090 Kč</u>
Cena bez odpočtu opotřebení...	129 679 045 Kč

Pokud vezmeme v úvahu opotřebení budov a jejich stáří bude výsledná cena následující:

Hlavní výrobní objekt.....	30 484 752 Kč
Stará knihárna.....	8 128 831 Kč
Nová knihárna.....	13 875 040 Kč
<u>Sklad papíru.....</u>	<u>4 588 105 Kč</u>
Cena včetně opotřebení.....	57 076 728 Kč

Celková cena budov k 31.12.2006 činí **57 076 728 Kč**.

Kompletní posudek jednotlivých budov, vypracovaný v programu Delta-NEM, je součástí přílohy této diplomové práce pod č. 11.

SAMOSTATNÉ MOVITÉ VĚCI A SOUBORY MOVITÝCH VĚCÍ

Společnost CENTA vlastní poměrně velké množství strojního zařízení a dalších movitých věcí, které jsou však dnes do značné míry morálně a technicky zastaralé a dá se konstatovat, že na trhu neprodejné, resp. prodejné za cenu šrotu. Další skupinu majetku tvoří drobný hmotný majetek (nábytek, kancelářské vybavení, vybavení dílen, náradí atd.), jehož cena by však také byla minimální, jelikož byl většinou pořízen před rokem 1990.

Vzhledem k výše zmíněným skutečnostem jsem tento majetek rozdělil na skupinu, ve které jsou jednotlivé stroje individuálně oceněny jejich předpokládanou reprodukční hodnotou a na skupinu, ve které je tato cena určena procentem z celkového objemu pořizovací ceny. Část strojního zařízení pořízeného v posledních 8 letech je stále předmětem finančního leasingu. Zde můžeme předpokládat, že se prodejní cena prakticky kryje se zbývajících splátkami leasingu, resp. že je mírně převyšuje. Z výjimkou tiskařského stroje Heidelberg se totiž jednalo o leasing již repasovaných strojů staršího data.

Celková cena individuálně oceňovaných 28 položek strojního zařízení, které byly odborným odhadem oceněny na úrovni reprodukčních nákladů, činí **5 433 000 Kč**. Soupis jednotlivých položek, jejich pořizovacích, zůstatkových a reprodukčních cen je obsahem přílohy číslo. 12.

Po odečtení pořizovací ceny individuálně oceňovaných strojů je na majetkovém účtu 22 *Samostatné movité věci a soubory movitých věcí* evidován ostatní majetek v celkové pořizovací hodnotě 12 022 906 Kč. Vzhledem k vysokému průměrnému stáří a úrovni opotřebení a neprodejnosti některých majetkových položek stanovuji cenu pro účely ocenění na úrovni 10% z pořizovací hodnoty. Cena ostatního majetku tak činí **1 202 290 Kč**.

Společnost dále eviduje drobný hmotný majetek, který je tvořen především jednotlivými kusy kancelářského vybavení s vysokým průměrným stářím. S přihlédnutím ke stáří majetku stanovuji cenu těchto majetkových položek na 20% z pořizovací hodnoty. Pořizovací cena tohoto majetku dle účetní evidence činila 3 300 002 Kč, a tak tato položka vstupuje do ocenění částkou **660 000 Kč**.

Dále do ocenění vstupuje strojní zařízení pořízené v posledních letech formou finančního leasingu. Od ceny tohoto zařízení je odečtena suma budoucích závazků vyplývajících z jednotlivých leasingových vztahů.

Předmět leasingu	Odhadovaná cena k 31.12.2006	Zbývá doplatit k 31.12.2006	Cena po snížení o zbývajících splátky
tiskařský stroj Heidelberg	6 000 000 Kč	4 061 971 Kč	1 938 029 Kč
knihařský stroj Kolbus	1 600 000 Kč	1 436 955 Kč	163 045 Kč
laminovací stroj DELTA	700 000 Kč	610 005 Kč	89 995 Kč
Snášečka Sprinter 7010 r.v.2001	2 000 000 Kč	1 655 015 Kč	344 985 Kč
Stroj vazba V1	1 400 000 Kč	1 190 670 Kč	209 330 Kč
Celkem	11 700 000 Kč	8 954 616 Kč	2 745 384 Kč

Tabulka 40: Stroje v leasingu

Strojní zařízení, na které se vztahují platné leasingové smlouvy, vstupuje do ocenění v hodnotě **2 745 384 Kč**.

Celkově tak vstupují do ocenění samostatných movitých věcí následující položky:

Individuálně oceňované položky.....5 433 000 Kč

Ostatní dlouhodobý hmotný majetek.....1 202 290 Kč

Drobný dlouhodobý hmotný majetek.....660 000 Kč

Majetek ve finančním leasingu.....2 745 384 Kč

Hodnota celkem.....**10 040 674 Kč**

Celková hodnota samostatných movitých věcí a souboru movitých věcí k 31.12.2006 činí **10 040 674 Kč**.

Rekapitulace cen dlouhodobého majetku:

Pozemky.....48 278 160 Kč

Stavby.....57 076 728 Kč

Samostatné movité věci.....10 040 674 Kč

Hodnota celkem.....115 395 562 Kč

8.2. Krátkodobý majetek

ZÁSoby

Společnost eviduje nakoupené zásoby v pořizovacích cenách (obsahují také dopravu a clo) a zásoby vytvořené vlastní činností na úrovni úplných vlastních nákladů. Společnost vyrábí knížky na zakázku, tedy má zaručený odběr a předzásobí se papírem až v souvislosti s konkrétní a závaznou objednávkou. Vzhledem k nízké absolutní hodnotě zásob a rychlé obrátkovosti zásob a s přihlédnutím k charakteru výroby a způsobu zásobení závislém na konkrétní objednávce lze konstatovat, že všechny zásoby jsou provozně nutné a budou tak oceněny jejich pořizovací cenou, resp. úplnými vlastními náklady.

Struktura zásob k 31.12.2006 a způsob jejich ocenění:

Materiál	5 555 000 Kč
Nedokončena výroba a polotovary	885 000 Kč
Výrobky	2 885 000 Kč

Tabulka 41: Struktura zásob

Na základě výše zmíněných skutečností bude celková hodnota zásob k 31.12.2006 stanovena jako součet pořizovacích cen, resp. úplných vlastních nákladů evidovaných v účetnictví k tomuto datu.

Celková hodnota zásob evidovaná v účetnictví k 31.12.2006 činí:

9 325 000 Kč

POHLEDÁVKY

Společnost CENTA neeviduje ve svém účetnictví žádné dlouhodobé poskytnuté půjčky v rámci dlouhodobého finančního majetku, ani žádné pohledávky za upsaný základní kapitál. Společnost také nemá žádné dlouhodobé pohledávky v rámci oběžného majetku, ale pouze pohledávky krátkodobé s dobou splatnosti do jednoho roku.

Struktura krátkodobých pohledávek k 31.12.2006 a způsob jejich ocenění:

Pohledávky z obch. vztahů	44 763 000 Kč	Jmenovitá hod. + koeficient
Stát – daňové pohledávky	1 512 000 Kč	Jmenovitá hodnota
Krátkodobé poskytnuté zálohy	2 786 000 Kč	Jmenovitá hodnota

Tabulka 42: Struktura krátkodobých pohledávek

Hodnota pohledávek bude určována v jejich jmenovité hodnotě snižena o koeficient v závislosti na době po splatnosti. Tento koeficient zohledňuje jednak riziko nesplacení pohledávky, ale také skutečnost, že nejde o hotové peníze, ale o budoucí příjem. Hodnoty koeficientů byly převzaty z lit. (5) str. 329. Společnost eviduje ve svém účetnictví pohledávky za 11,1 mil. Kč, které jsou více jak rok po splatnosti. Dle dostupných informací se jedná o pohledávky, které již nebudou ani z části uhrazeny.

Koeficienty pro korekci pohledávek z obchodních vztahů:

Doba po splatnosti pohledávky	Koeficient
Pohledávky do lhůty splatnosti	0,97
Pohledávky po lhůtě splatnosti do 30 dnů	0,91
Pohledávky po lhůtě splatnosti 30-90 dnů	0,80
Pohledávky po lhůtě splatnosti 90-180 dnů	0,61
Pohledávky po lhůtě splatnosti 180-360 dnů	0,32
Pohledávky po splatnosti více než rok	0,00

Tabulka 43: Koeficienty pohledávek po splatnosti

Korekce pohledávek z obchodních vztahů:

Kategorie pohledávek	Jmenovitá hodnota pohledávky	Koeficient krácení	Cena pohledávky pro účely ocenění
Do splatnosti	29 567 000 Kč	0,97	28 679 990 Kč
30 dnů po splatnosti	1 958 000 Kč	0,91	1 781 780 Kč
30-90 dnů po spl.	754 000 Kč	0,80	603 200 Kč
90-180 dnů po spl.	1 116 000 Kč	0,61	680 760 Kč
180-360 dnů po spl.	247 000 Kč	0,32	79 040 Kč
Více jak rok po spl.	11 120 000 Kč	0,00	0 Kč

Tabulka 44: Korekce cen pohledávek

Daňová pohledávka za státem a pohledávka z titulu poskytnuté zálohy budou pro účely ocenění převzaty z účetnictví v jejich jmenovité hodnotě. Celková hodnota pohledávek je tvořena součtem pohledávek z obchodních vztahů krácených příslušným koeficientem dle doby po splatnosti, daňové pohledávky a pohledávky z titulu poskytnuté zálohy.

Celková hodnota pohledávek k 31.12.2006 činí:

Pohledávky z obchodních vztahů.....	31 824 770 Kč
Stát-daňové pohledávky.....	1 512 000 Kč
<u>Krátkodobé poskytnuté zálohy.....</u>	<u>2 786 000 Kč</u>
Celková hodnota pohledávek.....	36 122 770 Kč

KRÁTKODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK

V případě CENTY se jedná pouze o peníze v pokladnách a peníze na bankovních účtech. Společnost nemá ve svém účetnictví k 31.12.2006 evidovány žádné krátkodobé cenné papíry a podíly nebo majetkové účasti.

Stav krátkodobého finančního majetku k 31.12.2006:

Peníze	333 000 Kč
Účty v bankách	2 797 000 Kč

Tabulka 45: Struktura krátkodobého finančního majetku

Peněžní prostředky započítáme do ocenění v nominálních hodnotách, které přebíráme z účetnictví. Hodnota krátkodobého finančního majetku CENTY k 31.12.2006 činí:

3 130 000 Kč

ČASOVÉ ROZLIŠENÍ

Časové rozlišení obsahuje položky náklady příštích období a příjmy příštích období.

Struktura časového rozlišení k 31.12.2006:

Náklady příštích období	468 000 Kč
Příjmy příštích období	237 000 Kč

Tabulka 46: Struktura časového rozlišení

Vzhledem k tomu, že se jedná o nízké částky, je možné převzít hodnoty pro ocenění z účetnictví. Alternativou by bylo přepočítávat časové rozlišení na jejich současnou hodnotu. Časové rozlišení k 31.12.2006 činí:

705 000 Kč

Celková hodnota krátkodobého majetku pro účely ocenění činí:

+ Zásoby.....	9 325 000 Kč
+ Pohledávky.....	36 122 770 Kč
+ Krátkodobý finanční majetek.....	3 130 000 Kč
+ Časové rozlišení.....	<u>705 000 Kč</u>
= Celková hodnota.....	49 282 770 Kč

8.3. Hodnota společnosti dle majetkového ocenění

Hodnota CENTY k 31.12.2006 se zjistí dle následujícího vzorce:

+ Hodnota dlouhodobého majetku

+ Hodnota krátkodobého majetku

- Cizí kapitál

Hodnota společnosti

CIZÍ KAPITÁL

Standardním postupem je převzít cizí kapitál z účetnictví ve své nominální výši. Toto by neplatilo pro rezervy, které však společnost k 31.12.2006 nemá. Také lze konstatovat, že všechny dlouhodobé závazky jsou přiměřeně úročené a společnost nemá podrozvahových závazků ani jiných závazků neuvedených v účetnictví.

Struktura cizích zdrojů k 31.12.2006:

Dlouhodobé závazky.....35 880 000 Kč

Krátkodobé závazky.....35 853 000 Kč

Bankovní úvěry a výpomoci.....8 010 000 Kč

Cizí zdroje.....79 743 000 Kč

Hodnota společnosti k 31.12.2006 dle majetkového ocenění a s přihlédnutím ke všem výše zmíněným skutečnostem činí:

Položka	Hodnota
+ Dlouhodobý majetek	115 395 562 Kč
+ Krátkodobý majetek	49 282 770 Kč
- Cizí kapitál	79 743 000 Kč
= Hodnota společnosti	84 935 332 Kč

Tabulka 47: Hodnota CENTY dle majetkového ocenění

Při aplikaci majetkové metody činí hodnota společnosti CENTA k 31.12.2006 celkem 84 935 332 Kč. Při poměrném přepočtu bude hodnota obchodního podílu 7,5% činit cca 6 700 000 Kč.

9. Závěr

Cílem mojí diplomové práce bylo stanovení tržní hodnoty podniku k 31.12.2006 za předpokladu nepřetržitého fungování podniku v daném odvětví (going concern principle). Jako stěžejní byla použita metoda výnosová, založená na diskontování budoucích peněžních toků. Pro korekci výsledku byla použita také metoda majetková, vycházející z reprodukčních cen jednotlivých složek dlouhodobého a oběžného majetku společnosti.

Při zpracování diplomové práce byly brány v úvahu také okolnosti vyplývající z provedených analýz – strategické analýzy makro- a mikro-prostředí, analýzy konkurence, finanční analýzy a SWOT analýzy.

Výsledkem výnosové metody je stanovení tržní hodnoty vlastního kapitálu společnosti CENTA, spol. s r.o. ve výši 42 123 tis. Kč. Při zohlednění výnosů z pronájmu v současnosti nevyužívaných ploch může být tato hodnota vyšší až o 11 352 tis. Kč a činit tak 53 475 tis. Kč. Hodnota obchodního podílu 7,5% na základním kapitálu společnosti by se tak mohla pohybovat v intervalu 3 159 – 4 010 tis. Kč.

Dle majetkového ocenění činí hodnota vlastního kapitálu 84 935 tis. Kč. Vyšší hodnota majetkového ocenění je dle mého názoru způsobena především vyšším potenciálem podnikových aktiv a neúplným vytížením dostupných výrobních kapacit a podnikových prostor ve vlastnictví CENTY.

Za předpokladu nepřetržitého fungování podniku ve stávajícím prostředí a oboru a s přihlédnutím k výsledkům majetkové metody, stanovuji tržní hodnotu podniku, resp. tržní hodnotu obchodního podílu na horní hranici intervalu výnosové metody, tedy na úrovni 53 475 tis. Kč za podnik, resp. 4 010 tis. Kč za podíl na společnosti ve výši 7,5%. Nutno podotknout, že tato cena předpokládá koupěschopného poptávajícího.

Diplomová práce nepojednává o stanovení likvidační hodnoty podniku, kdy by byly realizované ceny nižší a celý proces by byl spojen s vícenáklady.

10. Seznamy

10.1. Seznam použité literatury

Knižní zdroje:

- [1] BREALEY, Richard A. *Teorie a praxe firemních financí*. Praha: Computer Press, 2000. 1064 s. ISBN 80-7226-189-4.
- [2] KISLINGEROVÁ, E., aj. *Manažerské finance*. Praha: C.H. Beck, 2004. 714 s. ISBN 80-7179-802-9.
- [3] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. Praha: C.H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1
- [4] KONEČNÝ, Miloš. *Finanční analýza a plánování*. Brno: CERM, 2004. 102 s. ISBN 80-214-2564-4.
- [5] MAŘÍK, M., aj. *Metody oceňování podniku*. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2
- [6] MAŘÍK, M.; MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha: Ekopress, 2005. 168 s. ISBN 80-86119-61-0
- [7] PISTORIUS, Vladimír. *Jak se dělá kniha*. Praha: Paseka, 2003. 256 s. ISBN 80-7185-516-2.
- [8] SEDLÁČEK, Jaroslav. *Účetní data v rukou manažera*. Praha: Computer Press, 2001. 220 s. ISBN 80-7226-562-8.
- [9] REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Finance. Finanční systém*. Brno: CERM, 2005. 70 s. ISBN 80-214-3006-0.

Firemní materiály:

- [10] Inventurní soupisy k 31.12.2006
- [11] Přehled aktiv a pasiv k 31.12.2006
- [12] Rekapitulace majetku dle typu k 31.12.2006
- [13] Smlouvy o finančním leasingu – 5x
- [14] Smlouvy o půjčce – 13x

- [15] Stav analytických účtů k 31.12.2006
- [16] Úvěrové smlouvy – 5x
- [17] Výroční zprávy společnosti z let 2002-2006 včetně povinných výkazů

Internetové zdroje:

- [18] /online/ *Ceny elektřiny poletí vzhůru*. Dostupné z: http://ekonomika.idnes.cz/ceny-elektřiny-poleti-vzhuru-d2t/-ekonomika.asp?c=A070419_104041_ekonomika_spi, 02.01.2008
- [19] /online/ *Ceník vodného a stočného*. Dostupné z: <http://www.bvk.cz/page.jsp?lang=cz&firstLevel=51&secondLevel=52>, 30.12.2007
- [20] /online/ *Cenová mapa Brno*. Dostupné z <http://www.brno.cz/index.php?nav01=2222&nav02=1697>, 15.3.2008
- [21] /online/ *Co se změnilo v roce 2008*. Dostupné z: <http://www.novinky.cz/clanek/129672-co-se-zmeni-v-roce-2008.html>, 30.12.2007
- [22] /online/ *Přehled nejlikvidnějších emisí státních dluhopisů*. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/trh_statnich_dluhopisu/sd/FT_NEJLIKVIDNEJ_SI_EMISE_SD.HTM, 14.2.2008
- [23] /online/ *Download Delta-NEM*. Dostupné z: <http://www.diotima.cz/download.htm>, 12.04.2008

Ostatní použité zdroje:

- [24] Analýza odvětví dle OKEČ, Ministerstvo průmyslu a obchodu, 2006
- [25] International Valuation Standards 2000
- [26] Makroekonomická predikce České republiky dle Ministerstva financí ČR, 2007
- [27] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník
- [28] Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů
- [29] Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku

10.2. Seznam schémat, tabulek a grafů

Seznam schémat:

Schéma 1: Organizační struktura.....	10
Schéma 2: Postup výpočtu hodnoty metodou DCF entity; převzato z lit. (3), str. 157.....	23
Schéma 3: Vztah mezi NOA, EVA a MVA; převzato z lit. (1), str. 53.....	29
Schéma 4: Porterův pětifaktorový model.....	49

Seznam tabulek:

Tabulka 1:HDP	41
Tabulka 2:Úrokové sazby	42
Tabulka 3:Ceny zboží a služeb	43
Tabulka 4:Směnné kurzy	44
Tabulka 5: Tržby dle OKEČ 22200.....	46
Tabulka 6: Cenový index výrobků SKP 22.2	46
Tabulka 7: Účetní přidaná hodnota výroby OKEČ 22.2	46
Tabulka 8: Počet pracovníků v OKEČ 22.2	47
Tabulka 9: Tuzemská spotřeba SKP 22.2.....	47
Tabulka 10: Přímé zahraniční investice OKEČ 22.....	47
Tabulka 11: Ukazatele 1997-2006.....	51
Tabulka 12:Predikce klíčových ukazatelů 2007-2011.....	52
Tabulka 13: Horizontální analýza rozvahy.....	54
Tabulka 14: Vertikální analýza rozvahy.....	54
Tabulka 15: Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát.....	55
Tabulka 16: Ukazatele likvidity 2003-2006	55
Tabulka 17: Ukazatele zadluženosti 2003-2006.....	56
Tabulka 18: Ukazatele rentability 2003-2006	56
Tabulka 19: Ukazatele aktivity 2003-2006	57
Tabulka 20: "Quick" test - tabulka intervalů	58
Tabulka 21: "Quick" test 2003-2006	58
Tabulka 22: Index IN 2004-2006	59
Tabulka 23: Atmanův index 2004-2006.....	59
Tabulka 24: SWOT analýza	62
Tabulka 25: Obsazenost budov.....	63
Tabulka 26: Plán investic a rezerv	64
Tabulka 27: Plánovaná rozvaha.....	65
Tabulka 28: Plánovaný výkaz zisku a ztráty	66
Tabulka 29: FCF 2007-2011	67
Tabulka 30: WACC 2007-2011	68
Tabulka 31: Rizika	70
Tabulka 32: Vyhodnocení faktorů rizika.....	71
Tabulka 33: Výpočet nákladů vlastního kapitálu	71
Tabulka 34: Náklady vlastního kapitálu 2007-2011.....	72
Tabulka 35: Náklady cizího kapitálu 2007-2011	73
Tabulka 36: FCF diskontované	75
Tabulka 37: FCF z pronájmu diskontované	75
Tabulka 38: Pozemky CENTY	78
Tabulka 39: Stavby - evidence z účetnictví.....	80

Tabulka 40: Stroje v leasingu	83
Tabulka 41: Struktura zásob	84
Tabulka 42: Struktura krátkodobých pohledávek.....	85
Tabulka 43: Koeficienty pohledávek po splatnosti	85
Tabulka 44: Korekce cen pohledávek	85
Tabulka 45: Struktura krátkodobého finančního majetku	86
Tabulka 46: Struktura časového rozlišení	86
Tabulka 47: Hodnota CENTY dle majetkového ocenění.....	88

Seznam grafů:

Graf 1: Reálné HDP.....	44
Graf 2: Závislost HDP a tržeb v odvětví	51
Graf 3: Vývoj tržeb.....	52
Graf 4: Souhrnné indexy 2002-2006	60
Graf 5: Výsledky hospodaření 2002-2006.....	60
Graf 6: Zdroje financování 2003-2006.....	61

10.3. Seznam použitých zkratk a symbolů

CAPM	- capital asset pricing model
CP	- cenné papíry
ČNB	- Česká národní banka
ČPK	- čistý pracovní kapitál
ČR	- Česká republika
DCF	- diskontovaný peněžní tok
DPH	- daň z přidané hodnoty
EAT	- zisk po zdanění
EBDIT	- zisk před zdaněním, odpisy a nákladovými úroky
EBIT	- zisk před zdaněním a nákladovými úroky
EU	- Evropská unie
EVA	- ekonomická přidaná hodnota
FCF	- volný peněžní tok
FCFF	- peněžní toky pro vlastníky a věřitele
HDP	- hrubý domácí produkt
IVSC	- International Valuation Standards Committee
KPVD	- korigovaný provozní výsledek hospodaření
MPO	- Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	- tržní přidaná hodnota
NM	- nehmotný majetek
NOA	- čistá operativní aktiva
NOPAT	- operativní hospodářský výsledek po dani
OKEČ	- odvětvová klasifikace ekonomických činností
PH	- pokračující hodnota
RP	- riziková přírážka
SKP	- standardní klasifikace produkce
THU	- technicko-hospodářský ukazatel

UO - účetní období
VH - výsledek hospodaření
WACC- průměrné vážené náklady kapitálu

10.4. Seznam příloh

Příloha číslo 1: Rozvaha – aktiva za období 2002-2006.....	95
Příloha číslo 2: Rozvaha – pasiva za období 2002-2006.....	97
Příloha číslo 3: Výkaz zisků a ztrát za období 2002-2006.....	99
Příloha číslo 4: Přehled leasingových a úvěrových smluv.....	101
Příloha číslo 5: Plán výkonové spotřeby.....	102
Příloha číslo 6: Plánované výkazy.....	104
Příloha číslo 7: Soubor dílčích kritérií pro stanovení nákladů vlastního kapitálu.....	108
Příloha číslo 8: Vyhodnocení jednotlivých faktorů rizik k 31.12.2006.....	114
Příloha číslo 9: Ukazatele produktivity a nákladovosti	116
Příloha číslo 10: Charakteristika jednotlivých objektů.....	121
Příloha číslo 11: Posudek cen jednotlivých budov v programu Delta-NEM.....	123
Příloha číslo 12: Seznam individuálně oceňovaných samostatných movitých věcí.....	130

11. Přílohy

Příloha číslo 1: Rozvaha – aktiva za období 2002-2006

Označení	Položka	2002	2003	2004	2005	2006
	AKTIVA CELKEM	152485	117335	106663	109185	106185
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek	59411	60766	50623	51709	52316
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
B.I.1.	Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0
B.I.2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0
B.I.3.	Software	0	0	0	0	0
B.I.4.	Ocenitelná práva	0	0	0	0	0
B.I.5.	Goodwill	0	0	0	0	0
B.I.6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
B.I.7.	Ned. dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
B.I.8.	Poskytnuté zálohy na DNM	0	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	59411	60766	50623	51709	52316
B.II.1.	Pozemky	20682	20682	19628	19628	19284
B.II.2.	Stavby	53790	53301	42010	40774	39537
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory	12048	10520	9329	8259	7054
B.II.4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0
B.II.5.	Základní stádo a tažná zvířata	0	0	0	0	0
B.II.6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný m.	30	10	10	10	10
B.II.8.	Poskytnuté zálohy na DHM	0	0	0	0	0
B.II.9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	-27139	-23747	0	-16962	-13569
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
B.III.1.	Podíly v ovládaných a říz. osobách	0	0	0	0	0
B.III.2.	Podíly v jednotkách pod pods. vlivem	0	0	0	0	0
B.III.3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a pod.	0	0	0	0	0
B.III.4.	Půjčky a úvěry ovládaným a říz. osobám	0	0	0	0	0
B.III.5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
B.III.6.	Pořizovaný dlouhodobý FM	0	0	0	0	0
B.III.7.	Poskytnuté zálohy na DFM	0	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiva	69509	55034	55655	56856	53164
C.I.	Zásoby	12760	13121	10455	10135	9325
C.I.1.	Materiál	9957	9099	5723	4454	5555
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	2803	882	2215	3103	885
C.I.3.	Výrobky	0	3140	2517	2578	2885
C.I.4.	Zvířata	0	0	0	0	0
C.I.5.	Zboží	0	0	0	0	0
C.I.6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
C.II.2.	Pohl. za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0	0

C.II.3.	Pohl. za jedn. pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
C.II.4.	Pohledávky za společníky	0	0	0	0	0
C.II.5.	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0
C.II.6.	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0
C.II.7.	Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	0
C.III.	Krátkodobé pohledávky	38896	35211	34965	42322	40709
C.III.1	Pohledávky z obchodních vztahů	36284	32277	29633	37119	36411
C.III.2.	Pohl. za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0	0
C.III.3.	Pohl. za jedn. pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
C.III.4.	Pohledávky za společníky	0	0	0	0	0
C.III.5.	Sociální zabezpečení a zdravotní poj.	0	0	0	0	0
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	2230	1513	1512	2496	1512
C.III.7.	Ostatní poskytnuté zálohy	0	1421	3776	2707	2786
C.III.8.	Dohadné účty aktivní	382	0	44	0	0
C.III.9.	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	17853	6702	10235	4399	3130
C.IV.1.	Peníze	7056	357	1133	542	333
C.IV.2.	Účty v bankách	10797	6345	9102	3857	2797
C.IV.3.	Krátkodobé CP a podíly	0	0	0	0	0
C.IV.4.	Pořizovaný krátkodobý FM	0	0	0	0	0
D.I.	Časové rozlišení	23565	1535	385	620	705
D.I.1.	Náklady příštích období	23565	1160	19	349	468
D.I.2.	Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0
D.I.3.	Příjmy příštích období	0	375	366	271	237

Příloha číslo 2: Rozvaha – pasiva za období 2002-2006

Označení	Položka	2002	2003	2004	2005	2006
	PASIVA CELKEM	152485	117335	106663	109185	106185
A.	Vlastní kapitál	18007	20869	22781	23879	25299
A.I.	Základní kapitál	400	400	400	400	400
A.I.1.	Základní kapitál	400	400	400	400	400
A.I.2.	Vlastní akcie a obchodní podíly	0	0	0	0	0
A.I.3.	Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0
A.II.	Kapitálové fondy	30388	29825	29825	29825	29825
A.II.1.	Emisní ážio	0	0	0	0	0
A.II.2.	Ostatní kapitálové fondy	30388	29825	29825	29825	29825
A.II.3.	Oc. rozdíly z přecenění majetku a záv.	0	0	0	0	0
A.II.4.	Oc. rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0	0	0	0
A.III.	Rezervní fondy a ost. fondy ze zisku	5	31	40	40	40
A.III.1.	Zákonný rezervní/nedělitelný fond	5	31	40	40	40
A.III.2.	Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	-13299	-12812	-9396	-7484	-6386
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	0	0	0	0	0
A.IV.2.	Neuhrazená ztráta minulých let	-13299	-12812	-9396	-7484	-6386
A.V.	Výsledek hospodaření běžného období	513	3425	1912	1098	1420
B.	Cizí zdroje	131811	94174	81977	83782	79743
B.I.	Rezervy	0	0	2510	5020	0
B.I.1.	Rezervy podle zvlášť. právních předpisů	0	0	2510	5020	0
B.I.2.	Rezervy na důchody a podobné záv	0	0	0	0	0
B.I.3.	Rezervy na daň z příjmů	0	0	0	0	0
B.I.4.	Ostatní rezervy	0	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobé závazky	77938	49347	36802	36458	35880
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
B.II.2.	Závazky k ovládaným a řízeným os.	0	0	0	0	0
B.II.3.	Závazky k úč. jed. pod podst. vlivem	0	0	0	0	0
B.II.4.	Závazky ke společníkům	0	0	0	0	0
B.II.5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0
B.II.6.	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
B.II.7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0
B.II.8.	Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0
B.II.9.	Jiné závazky	74154	45900	34429	33730	33729
B.II.10.	Odložený daňový závazek	3784	3447	2373	2728	2151
B.III.	Krátkodobé závazky	53873	29967	31065	31784	35853
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	50319	23463	21712	25023	29774
B.III.2.	Závazky k ovládaným a řízeným os.	0	0	0	0	0
B.III.3.	Závazky k úč. jed. pod podst. vlivem	0	0	0	0	0
B.III.4.	Závazky ke společníkům	0	0	0	0	0
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	881	444	1503	543	551
B.III.6.	Závazky ze soc. zab. a zdrav. pojištění	1361	959	1443	989	779
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	851	1039	1363	308	348
B.III.8.	Krátkodobé přijaté zálohy	0	3645	4770	4456	4471
B.III.9.	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	461	417	274	465	-70

B.III.11.	Jiné závazky	0	0	0	0	0
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	0	14860	11600	10520	8010
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	0	4560	8100	7020	3060
B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry	0	10000	3500	3500	3500
B.IV.3.	Krátkodobé finanční výpomoci	0	300	0	0	1450
C.I.	Časové rozlišení	2667	2292	1905	1524	1143
C.I.1.	Výdaje příštích období	0	6	0	0	0
C.I.2.	Výnosy příštích období	2667	2286	1905	1524	1143

Příloha číslo 3: Výkaz zisků a ztrát za období 2002-2006

Označení	Položka	2002	2003	2004	2005	2006
I.	Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	0
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0	0
+	Obchodní marže	0	0	0	0	0
II.	Výkony	135762	116967	121079	128549	117711
II.1.	Tržby za prodej vlastních výr. a služeb	139444	115747	120569	127600	119623
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-3682	1220	510	949	-1912
II.3.	Aktivace	0	0	0	0	0
B.	Výkonová spotřeba	98610	89385	86956	92314	85589
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	81879	69627	70291	67477	63817
B.2.	Služby	16731	19758	16665	24837	21772
+	Přidaná hodnota	37152	27582	34123	36235	32122
C.	Osobní náklady	29804	28987	33023	33089	31442
C.1.	Mzdové náklady	21935	21345	24340	24328	23128
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti	0	0	0	0	0
C.3.	Náklady na soc. zab. a zdrav. pojištění	7568	7353	8377	8462	8019
C.4.	Sociální náklady	301	289	306	299	295
D.	Daně a poplatky	700	223	899	130	168
E.	Odpisy DH a DN majetku	6177	2807	2791	2597	2548
III.	Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	1006	964	19919	1089	1112
III.1.	Tržby z prodeje dl. majetku	0	0	19070	80	209
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	1006	964	849	1009	903
F.	Zůstatková cena prodaného DM a mat.	231	247	11385	20	344
F.1.	Zůstatková cena prodaného DM	0	0	11204	0	344
F.2.	Zůstatková cena materiálu	231	247	181	20	0
G.	Změna stavu rezerv a opr. pol.	5	564	407	-495	-1402
IV.	Ostatní provozní výnosy	3279	5621	6769	6521	6056
H.	Ostatní provozní náklady	1264	1410	8073	4122	1066
V.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0
I.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0
*	Provozní výsledek hospodaření	3266	-71	5047	4382	5124
VI.	Tržby z prodeje CP a podílů	0	0	0	0	0
J.	Prodané CP a podíly	0	0	0	0	0
VII.	Výnosy z DFM	0	0	0	0	0
VII.1.	Výnosy z podílů v ovl. a řízených osob.	0	0	0	0	0
VII.2.	Výnosy z ostatních dlouh. CP	0	0	0	0	0
VII.3.	Výnosy z ostatního DFM	0	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z KFM	0	0	0	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a opr. pol. v FO	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	162	34	2	1	0
N.	Nákladové úroky	2606	5316	3361	2611	2494
XI.	Ostatní finanční výnosy	25	0	2	0	5
O.	Ostatní finanční náklady	223	283	211	321	184
XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0

*	Finanční výsledek hospodaření	-2642	-5565	-3568	-2929	-2673
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	109	-2276	-433	355	1031
Q.1.	splatná	568	-1940	641	0	1608
Q.2.	odložená	-459	-336	-1074	355	-577
**	Výsledek hospodaření za BČ	515	-3360	1912	1098	1420
XIII.	Mimořádné výnosy	0	9833	0	0	0
R.	Mimořádné náklady	2	0	0	0	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	3048	0	0	0
S.1.	splatná	0	3048	0	0	0
S.2.	odložená	0	0	0	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření	-2	6785	0	0	0
T.	Převod podílu na VH společníkům	0	0	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za ÚO	513	3425	1912	1098	1420
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	622	4197	1479	1453	2451

Příloha číslo 4: Přehled leasingových a úvěrových smluv

Leasingové smlouvy								
Poskytovatel leasingu	Předmět leasingu	Původní výše [Kč]	Konečná splatnost	Splátka 2007 [Kč]	Splátka 2008 [Kč]	Splátka 2009 [Kč]	Splátka 2010 [Kč]	Splátka 2011 [Kč]
Deutsche Financial Services CR, s.r.o.	tiskařský stroj Heidelberg	29 733 000	2007	4 061 971	x	x	x	x
TALAP s.r.o.	knihařský stroj Kolbus	3 600 000	2008	1 014 322	422 634	x	x	x
SG Equipment Finance Czech Republic s.r.o.	laminovací stroj DELTA	2 121 000	2007	610 005	x	x	x	x
ČSOB Leasing a.s.	snášedla Sprinter 7010	4 948 000	2012	486 769	1 168 246	1 168 246	1 168 246	1 168 246
SG Equipment Finance Czech Republic s.r.o.	stroj vazba V1	1 621 599	2010	666 833	523 837	523 837	73 367	
SUMA		42 023 599		6 839 900	2 114 717	1 692 083	1 241 612	1 168 246

Úvěrové smlouvy								
Název	Částka [Kč]	Datum	Čerpání	Úrok	Zůstatek 2006	Podmínky	Splátka 2007 [Kč]	Splátka 2008 [Kč]
S. o úvěru u KB1	5 000 000	30.6.2003	jednorázově	6M PRIBOR + 3.30% p.a.	600 000	zadluženost < 87% likvidita > 1,4	600 000	x
S. o úvěru u KB2	5 000 000	30.11.2004	jednorázově	6M PRIBOR + 3.50% p.a.	1 500 000	zadluženost < 83% likvidita > 1,0	1 500 000	x
S. o úvěru u KB3	3 500 000	28.11.2006	průběžně	1M PRIBOR + 3,20% p.a.	3 500 000	zadluženost < 78% likvidita > 1,5	x	x
S. o úvěru u KB4	2 000 000	10.10.2005	jednorázově	1M PRIBOR + 3,50% p.a.	960 000	zadluženost < 75% likvidita > 1,4	960 000	x
S. o úvěru u KB5	3 500 000	30.11.2007	jednorázově	1M PRIBOR + 3,20% p.a.	x	zadluženost < 75% likvidita > 1,3	x	3 500 000

Příloha číslo 5: Plán výkonové spotřeby

Název účtu	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Spotřeba jednicového papíru	46 259 989 Kč	47 971 608 Kč	49 722 572 Kč	51 288 833 Kč	52 955 720 Kč	54 650 303 Kč
Spotřeba režijního papíru na výrobu	117 252 Kč	117 252 Kč	117 252 Kč	117 252 Kč	117 252 Kč	117 252 Kč
Spotřeba jednicového materiálu	7 335 476 Kč	7 606 888,39 Kč	7 884 539,82 Kč	8 132 902,82 Kč	8 397 222,17 Kč	8 665 933,28 Kč
Spotřeba materiálu-barvy	735 644 Kč	762 862,75 Kč	790 707,24 Kč	815 614,51 Kč	842 121,98 Kč	869 069,89 Kč
Spotřeba pomocného materiálu na výrobu	3 416 050 Kč	3 542 444,11 Kč	3 671 743,32 Kč	3 787 403,23 Kč	3 910 493,84 Kč	4 035 629,64 Kč
Material na opravu strojů a zařízení	1 443 875 Kč	1 443 875 Kč	1 443 875 Kč	1 443 875 Kč	1 443 875 Kč	1 443 875 Kč
Nářadí	12 191 Kč	12 191 Kč	12 191 Kč	12 191 Kč	12 191 Kč	12 191 Kč
Kancelářské potřeby	137 253 Kč	137 253 Kč	137 253 Kč	137 253 Kč	137 253 Kč	137 253 Kč
Čistící potřeby a pracovní pomůcky	50 396 Kč	52 260,25 Kč	54 167,75 Kč	55 874,03 Kč	57 689,94 Kč	59 536,01 Kč
repre do Kč 500 s logem firmy	52 502 Kč	57 751,77 Kč	63 526,95 Kč	69 879,64 Kč	76 867,61 Kč	84 554,37 Kč
Spotřeba PHM	170 286 Kč	176 586,20 Kč	183 031,59 Kč	188 797,09 Kč	194 933,00 Kč	201 170,85 Kč
Spotřeba drob. HM do 1000Kč	5 029 Kč	5 214,69 Kč	5 405,03 Kč	5 575,28 Kč	5 756,48 Kč	5 940,69 Kč
Cenové odchylky materiálu	- 253 146 Kč	- 262 512,31 Kč	- 272 094,01 Kč	- 280 664,97 Kč	- 289 786,58 Kč	- 299 059,75 Kč
Součet za SÚ 501	59 482 795 Kč	61 623 675 Kč	63 814 170 Kč	65 774 785 Kč	67 861 589 Kč	69 983 649 Kč
Elektřina	2 263 939 Kč	2 472 132,68 Kč	2 639 236,49 Kč	2 804 043,61 Kč	2 982 030,28 Kč	3 169 778,90 Kč
Plyn	1 816 189 Kč	1 943 656,32 Kč	2 054 891,77 Kč	2 162 013,28 Kč	2 276 924,29 Kč	2 396 781,58 Kč
Voda	253 668 Kč	277 205,66 Kč	295 943,37 Kč	314 423,56 Kč	334 381,59 Kč	355 434,26 Kč
Součet za SÚ 502	4 333 795 Kč	4 692 995 Kč	4 990 072 Kč	5 280 480 Kč	5 593 336 Kč	5 921 995 Kč
Součet za skupinu 50	63 816 590 Kč	66 316 669 Kč	68 804 242 Kč	71 055 266 Kč	73 454 925 Kč	75 905 643 Kč
Opravy a udržování budov a staveb	785 660 Kč	785 660 Kč	785 660 Kč	785 660 Kč	785 660 Kč	785 660 Kč
Opravy a udržování strojů a zařízení	791 865 Kč	791 865 Kč	791 865 Kč	5 291 865 Kč	791 865 Kč	5 791 865 Kč
Opravy a udržování dopravních prostředků	206 278 Kč	213 910,19 Kč	221 717,91 Kč	228 702,03 Kč	236 134,84 Kč	243 691,16 Kč
Opravy a udržování ostatní	16 862 Kč	17 486,21 Kč	18 124,45 Kč	18 695,37 Kč	19 302,97 Kč	19 920,67 Kč
Součet za SÚ 511	1 800 666 Kč	1 808 922 Kč	1 817 368 Kč	6 324 923 Kč	1 832 963 Kč	6 841 137 Kč
Cestovné	338 889 Kč	351 428,00 Kč	364 255,12 Kč	375 729,15 Kč	387 940,35 Kč	400 354,44 Kč
Součet za SÚ 512	338 889 Kč	351 428 Kč	364 255 Kč	375 729 Kč	387 940 Kč	400 354 Kč
Náklady na reprezentaci	48 004 Kč	52 804,62 Kč	58 085,08 Kč	63 893,59 Kč	70 282,95 Kč	77 311,24 Kč
Součet za SÚ 513	48 004 Kč	52 805 Kč	58 085 Kč	63 894 Kč	70 283 Kč	77 311 Kč
Přepravné	927 088 Kč	961 390,00 Kč	996 480,73 Kč	1 027 869,87 Kč	1 061 275,65 Kč	1 095 236,47 Kč

Přeúčtování přepravy našich výrobků	1 058 788 Kč	1 097 963,66 Kč	1 138 039,34 Kč	1 173 887,58 Kč	1 212 038,92 Kč	1 250 824,17 Kč
Výkony spojů	426 761 Kč	442 551,09 Kč	458 704,21 Kč	473 153,39 Kč	488 530,88 Kč	504 163,87 Kč
Internet užívání a provoz	1 200 Kč	1 200 Kč	1 200 Kč	1 200 Kč	1 200 Kč	1 200 Kč
Poplatek za rozhlas a TV	3 288 Kč	3 288 Kč	3 288 Kč	3 288 Kč	3 288 Kč	3 288 Kč
kooperace ostatní	985 097 Kč	1 021 545,07 Kč	1 058 831,47 Kč	1 092 184,66 Kč	1 127 680,66 Kč	1 163 766,44 Kč
kooperace knihařská	101 839 Kč	2 900 000,00 Kč	3 005 850,00 Kč	3 100 534,28 Kč	3 201 301,64 Kč	3 303 743,29 Kč
kooperace sazba	711 253 Kč	737 569,31 Kč	764 490,59 Kč	788 572,04 Kč	814 200,63 Kč	840 255,05 Kč
kooperace filmy	174 108 Kč	180 549,88 Kč	187 139,95 Kč	193 034,86 Kč	199 308,49 Kč	205 686,37 Kč
kooperace CTP	4 898 792 Kč	1 090 000,00 Kč	- Kč	- Kč	- Kč	- Kč
zapůjčení strojů	15 350 Kč	15 917,95 Kč	16 498,96 Kč	17 018,67 Kč	17 571,78 Kč	18 134,08 Kč
LS Heidelberg	4 061 971 Kč	4 061 971 Kč	- Kč	- Kč	- Kč	- Kč
LS Talap	1 014 322 Kč	1 014 322 Kč	422 634 Kč	- Kč	- Kč	- Kč
LS Ford focus diesel	209 889 Kč	- Kč	- Kč	- Kč	- Kč	- Kč
Nájem komunikace	120 000 Kč	120 000 Kč	120 000 Kč	120 000 Kč	120 000 Kč	120 000 Kč
LS Laminátor Delta	588 000 Kč	610 005 Kč	- Kč	- Kč	- Kč	- Kč
Nakoupená práce	1 140 146 Kč	1 182 331,02 Kč	1 225 486,10 Kč	1 264 088,91 Kč	1 305 171,80 Kč	1 346 937,30 Kč
Hlídací služba	1 170 568 Kč	1 170 568 Kč	1 170 568 Kč	1 170 568 Kč	1 170 568 Kč	1 170 568 Kč
Manipulace s materiálem	7 304 Kč	7 574,25 Kč	7 850,71 Kč	8 098,01 Kč	8 361,19 Kč	8 628,75 Kč
Bezpeč. Technologie, ener. Tech., MTZ	335 985 Kč	335 985 Kč	335 985 Kč	335 985 Kč	335 985 Kč	335 985 Kč
Ověřování, školení, audit, právní zprost.	113 924 Kč	118 138,93 Kč	122 451,00 Kč	126 308,21 Kč	130 413,22 Kč	134 586,45 Kč
Rekl., prop. Ochr. Znamka	855 850 Kč	855 850 Kč	855 850 Kč	855 850 Kč	855 850 Kč	855 850 Kč
Software služby	333 506 Kč	333 506 Kč	333 506 Kč	333 506 Kč	333 506 Kč	333 506 Kč
Ostatní služby (parkovné apod.)	7 586 Kč	7 586 Kč	7 586 Kč	7 586 Kč	7 586 Kč	7 586 Kč
Likvidace nebezpečného odpadu	311 125 Kč	322 636,86 Kč	334 413,11 Kč	344 947,12 Kč	356 157,90 Kč	367 554,96 Kč
Poplatek za produkci obalů	1 446 Kč	1 499,81 Kč	1 554,56 Kč	1 603,52 Kč	1 655,64 Kč	1 708,62 Kč
Náklady na man. S vodou - stočné	9 751 Kč	10 111,27 Kč	10 480,33 Kč	10 810,46 Kč	11 161,80 Kč	11 518,98 Kč
Snášedka Sprinter 7010 r.v.2001	- Kč	486 769 Kč	1 168 246 Kč	1 168 246 Kč	1 168 246 Kč	1 168 246 Kč
Stroj vazba V1	- Kč	666 833 Kč	523 837 Kč	523 837 Kč	73 367 Kč	- Kč
Součet za SÚ 518	19 584 936 Kč	19 757 662 Kč	14 270 971 Kč	14 142 178 Kč	14 004 426 Kč	14 248 974 Kč
Součet za skupinu 51	21 772 495 Kč	21 970 816 Kč	16 510 679 Kč	20 906 723 Kč	16 295 612 Kč	21 567 776 Kč
Výkonová spotřeba celkem	85 589 085 Kč	88 287 486 Kč	85 314 921 Kč	91 961 989 Kč	89 750 537 Kč	97 473 420 Kč

Příloha číslo 6: Plánované výkazy

Plánovaná rozvaha:

Ozn.	Název položky	2006 ¹¹	2007	2008	2009	2010	2011
	AKTIVA CELKEM	106185	112214	119539	122365	130983	131997
A.	Pohledávky za upsaný ZK	0	0	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek	52316	53161	54006	54851	55696	53148
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	52316	53161	54006	54851	55696	53148
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiva	53164	58348	64828	66809	74582	78144
C.I.	Zásoby	9325	9827	10186	10507	10848	11195
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0
C.III.	Krátkodobé pohledávky	40709	42901	44467	45868	47358	48874
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	3130	5620	10175	10435	16376	18075
D.	Ostatní aktiva	705	705	705	705	705	705

	PASIVA CELKEM	106185	112214	119539	122365	130983	131997
A.	Vlastní kapitál	25299	26178	32081	38568	45893	52944
A.I.	Základní kapitál	400	400	400	400	400	400
A.II.	Kapitálové fondy	29825	29825	29825	29825	29825	29825
A.III.	Rezervní fondy a ost. fondy ze zisku	40	40	40	40	40	40
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	-6386	-4966	-4087	1816	8303	15628
A.V.	Výsledek hospodaření běžného období	1420	879	5903	6487	7325	7051
B.	Cizí zdroje	79743	85274	87077	83797	85090	79052
B.I.	Rezervy	0	2250	4500	2500	5000	0
B.II.	Dlouhodobé závazky	35880	35572,7	35265,4	34958,1	34650,9	34343,6
B.II.9.	Jiné závazky	33729	33729	33729	33729	33729	33729
B.II.10	Odložení daňový závazek	2151	1844	1536	1229	922	615
B.III.	Krátkodobé závazky	35853	39001	39262	39389	39589	39809
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	29774	31377	32522	33547	34637	35746
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	551	2031	2105	2172	2242	2314
B.III.6.	Závazky ze sociálního a zdrav. poj.	779	711	737	760	785	810
B.III.7.	Stát-daňové závazky a dotace	348	411	426	440	454	469
B.III.8.	Krátkodobé přijaté zálohy	4471	4471	3471	2471	1471	471
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	-70	0	0	0	0	0
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	8010	8450	8050	6950	5850	4900
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	3060	3500	3500	2800	2100	1400
B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry	3500	3500	3500	3500	3500	3500
B.IV.3.	Krátkodobé finanční výpomoci	1450	1450	1050	650	250	0
C.	Ostatní pasiva	1143	762	381	0	0	0

¹¹ Skutečnost k 31.12.2006

Plánovaný výkaz zisku a ztráty:

Ozn.	Název položky	2006 ¹²	2007	2008	2009	2010	2011
I.	Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	0	0
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0	0	0
+	Obchodní marže	0	0	0	0	0	0
II.	Výkony	117711	124049	128577	132627	136937	141319
B.	Výkonová spotřeba	85589	88288	85315	91962	89751	97474
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	63817	66317	68804	71055	73455	75906
B.2.	Služby	21772	21971	16511	20907	16296	21568
+	Přidaná hodnota	32122	35761	43262	40665	47186	43845
C.	Osobní náklady	31442	33215	34427	35512	36666	37839
C.1.	Mzdové náklady	23128	24373	25263	26059	26906	27767
C.2.	Odměny členům orgánu společnosti	0	0	0	0	0	0
C.3.	Náklady na sociální a zdrav. pojištění	8019	8531	8842	9121	9417	9718
C.4.	Sociální náklady	295	311	322	332	343	354
D.	Daně a poplatky	168	177	184	189	195	202
E.	Odpisy DH a DN majetku	2548	2548	2548	2548	2548	2548
III.	Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	1112	952	986	1017	1050	1084
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	209	0	0	0	0	0
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	903	952	986	1017	1050	1084
F.	Zůstatková cena prodaného DM a mat.	344	0	0	0	0	0
F.1.	Zůstatková cena prodaného DM	344	0	0	0	0	0
F.2.	Prodaný materiál	0	0	0	0	0	0
G.	Změna stavu rezerv a opr. pol.	-1402	2250	2250	-2000	2500	-5000
IV.	Ostatní provozní výnosy	6056	5423	5423	5423	5423	2030
H.	Ostatní provozní náklady	1066	200	200	200	200	200
V.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0	0
I.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0	0
*	Provozní výsledek hospodaření	5124	3746	10062	10657	11551	11171
VI.	Tržby z prodeje CP a podílů	0	0	0	0	0	0
J.	Prodané CP a podíly	0	0	0	0	0	0
VII.	Výnosy z DFM	0	0	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z KFM	0	0	0	0	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0	0	0

¹² Skutečnost k 31.12.2006

M.	Změna stavu rezerv a opr. pol. v FO	0	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	0	0	0	0	0	0
N.	Nákladové úroky	2494	2410,75	2410,75	2369,32	2327,88	2286,45
XI.	Ostatní finanční výnosy	5	5	5	5	5	5
O.	Ostatní finanční náklady	184	184	184	184	184	184
XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0	0
*	Finanční výsledek hospodaření	-2673	2589,75	2589,75	2548,32	2506,88	2465,45
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	1031	277	1569	1622	1718	1654
**	Výsledek hospodaření za BČ	1420	879	5903	6487	7325	7051
XIII.	Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0	0
R.	Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0	0
T.	Převod podílu na VH	0	0	0	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za ÚO	1420	879	5903	6487	7325	7051
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	2451	1156	7473	8108	9044	8705

Komentář k některým řádkům plánovaných výkazů:

Rozvaha:

B.II. Dlouhodobý hmotný majetek – nový majetek je již pořizován pouze formou leasingu. Dochází k meziročnímu snižování hodnoty majetku o výši odpisů a navyšování o oceňovací rozdíl 3,393 mil. Kč až do roku 2010 – tzv. opravná položka z privatizace.

A.III. Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku – rezervní fond je již naplněn do výše stanovené obchodním zákoníkem (OZ). Stanovy neurčují povinnost tvorby rezervního fondu vyšší než OZ.

B.III.8. Krátkodobé přijaté zálohy – počínaje rokem 2008 bude tato přijatá záloha meziročně snižována o 1 mil. Kč.

B.IV. Bankovní úvěry a výpomoci – úvěr splatný jednorázově v 2008 bude refinancován úvěrem novým. Revolvingový bankovní úvěr ve výši 3,5 mil. Kč bude udržován ve stávající výši po celé plánované období. Nadále bude docházet ke snižování zůstatku krátkodobé finanční výpomoci meziročně o 400 tis. Kč.

C. Ostatní pasiva – zůstatek 1,143 mil. Kč je meziročně snižován o 381 tis. Kč v důsledku rozpouštění položky Výnosy příštích období.

Výkaz zisku a ztráty:

E. Odpisy DH a DN majetku – odpisy jsou v celém období v konstantní výši tak, jak to vyplývá z odpisových plánů. Účetní zůstatkové hodnoty DH majetku jsou dostačující a další majetek je pořizován pouze formou finančního leasingu.

IV. Ostatní provozní výnosy – položka obsahuje výnosy z přeúčtování v současnosti pronajímaných ploch, bonusy za množstevní odběry od velkododavatelů papírů a v neposlední řadě výnos z přecenění v roční výši 3,393 mil. Kč (do roku 2010).

Příloha číslo 7: Soubor dílčích kritérií pro stanovení nákladů vlastního kapitálu

Pozn. Odpovědi na jednotlivá kritéria jsou seřazena podle rizika vzestupně. Tedy varianta jedna představuje vždy nízké riziko, varianta 2 přiměřené, varianta 3 zvýšené a poslední varianta hodnotí riziko jako vysoké. Varianta, která byla v případě CENTY vybrána k datu 31.12.2006, je zvýrazněna tučně.

A) Faktory obchodního rizika

I. Rizika na úrovni oboru

Dynamika oboru

1. Stabilní obor, větší změny se nepředpokládají
- 2. Dlouhodobě mírně rostoucí obor**
3. Obor v krizi, tendence k poklesu, obtížně předvídatelný vývoj
4. Velmi rychle rostoucí obor, pravděpodobné zvraty a výkyvy

Závislost oboru na hospodářském cyklu

1. Nezávislost na hospodářském cyklu
- 2. Mírná závislost na hospodářském cyklu**
3. Značná závislost na hospodářském cyklu
4. Typicky cyklické produkce

Potenciál inovací v oboru

1. Standardní obor s minimem technologických změn
2. Standardní obor s mírnými technologickými změnami
- 3. Obor se značným technologickým růstem, ale bez řádových inovací**
4. Obor vyznačující se zásadními technologickými inovacemi

Určování trendů v oboru

1. Podnik se výrazně podílí na určování trendů v oboru
2. Podnik je schopen rychlé reakce na nové trendy v oboru
3. Podnik je schopen postupně reagovat na nové trendy v oboru
- 4. Podnik obtížně zachycuje a dohání nové trendy v oboru**

II. Rizika na úrovni trhu, kde je podnik činný

Kapacita trhu, možnost expanze

1. Domácí trh je nasycen, dominantní podíl, minimální vývoz
2. **Domácí trh nenasyčen, tržní podíl srovnatelný s hlavními konkurenty, min. vývoz**
3. Domácí trh nasycen
4. Domácí trh nasycen, hledání nových zahraničních trhů

Rizika dosažení tržeb

1. **Prokazatelná historie tržeb, prognózovatelný malý růst tržeb**
2. Prokazatelná historie tržeb, prognózovatelný nárůst tržeb
3. Nová společnost, bez historie tržeb, umírněný nárůst tržeb
4. Nová společnost, bez historie tržeb, extrémní nebo skokový nárůst tržeb

Rizika proniknutí na trhy, cílové trhy

1. Zavedené výrobky, rozhodující jsou stávající trhy
2. **Zavedené výrobky, zvýšení tržního podílu nebo proniknutí na nové trhy**
3. Nové výrobky, stávající trhy
4. Nové výrobky, nové trhy

III. Rizika z konkurence

Konkurence

1. Tržní mezera, konkurence nepůsobí
2. **Nekonsolidovaná konkurence na cílovém trhu**
3. Obtížný vstup na nový trh a působení mezi existujícími konkurenty
4. Zvyšující se tlak existujících konkurentů, nástup nové konkurence

Konkurenceschopnost produktů

1. Parametry a životnost – srovnatelné se špičkovou konkurencí
2. Parametry a životnost – srovnatelné s lepší konkurencí
3. **Parametry a životnost – srovnatelné s průměrnou konkurencí**
4. Parametry a životnost – nižší než průměrná konkurence

Ceny

1. Ceny nižší než konkurence, uspokojivá marže zisku, možnost poskytnutí slev
- 2. Ceny a marže zisku obdobná jako u konkurence**
3. Ceny srovnatelné s konkurencí, nízká marže zisku
4. Ceny vyšší než konkurence, minimální marže zisku

Kvalita, řízení kvality

1. Lepší než konkurence
2. Srovnatelné s konkurencí
- 3. Mírně nižší než konkurence**
4. Výrazně zaostává za konkurencí, časté reklamace

Reklama a propagace

1. Pravidelné náklady větší než v odvětví, účinnost vysoká
2. Pravidelné náklady odpovídající průměru v odvětví, účinnost obvyklá
3. Nepravidelně, sporný přínos
- 4. Nepravidelně, omezené náklady, nejistý přínos**

Distribuce, servis

- 1. Vybudovaná distribuční síť, rychlé a spolehlivé dodávky**
2. Vybudovaná distribuční síť, občas nepravidelné dodávky zákazníkům
3. Neúplná distribuční síť
4. Nedostatečná distribuční síť, bez zpětné vazby

IV. Management

Vize, strategie

1. Jasná vize a strategie a prostředky jejího dosažení
- 2. Změna vize, upřesňování strategií a bezprostředních cílů společnosti**
3. Strategie společnosti se postupně vytváří
4. Neurčitá strategie, převažuje improvizace

Klíčové osobnosti

1. Zastupitelnost klíčových osobností
2. Dostupná přiměřená náhrada
- 3. Obtížná náhrada klíčových osobností**
4. Vysoká závislost na několika klíčových nepostradatelných osobnostech

Organizační struktura

1. **Jednoduchá a přehledná struktura, komunikace bez potíží**
2. Jednoduchá organizační struktura, běžné komunikační potíže
3. Složitá organizační struktura, mnohoúčelové řízení
4. Komplikovaná, nepřehledná, často se měnící struktura

V. Výrobní proces

Struktura výrobků

1. Vlastní finální nebo zavedené výrobky, opakovatelné prodeje, minimální technické změny
2. Vlastní výrobky, četné modifikace
3. **Zakázková výroba, opakované stabilní požadavky dle dodané dokumentace**
4. Nepravidelné zakázky, častá změna dokumentace od zákazníků

Technologické možnosti výroby

1. Postačující stávající zařízení, vyzkoušená technologie, stávající výrobky
2. **Vyzkoušená technologie, stávající výrobky, nutné rozšíření nebo rekonstrukce stávajícího zařízení**
3. Stávající výrobky, obdobné postupy, potřebná zásadní obnova výrobních zařízení
4. Komplexně nová výrobní zařízení, nová technologie, nové výrobky

Pracovní síla

1. Běžně dostupné profese, bez mimořádných nároků na kvalifikaci
2. **Dostupné profese, běžná učňovská, středoškolská, vysokoškolská kvalifikace**
3. Vyšší podíl specializovaných profesí, požadavky na zvyšování kvalifikace
4. Převaha vysoce specializovaných profesí

Dodavatelé

1. **Stabilní dodavatelé, pravidelně požadované množství, bez potíží**
2. Stabilizovaný okruh dodavatelů, běžné dodavatelské problémy
3. Částečná změna klíčových dodavatelů, výpadky dodávky
4. Značně nestálí dodavatelé, pravidelné potíže s dodávkami

VI. *Ostatní faktory*

Úroveň fixních nákladů

1. Podíl fixních nákladů na celkových nákladech je malý
- 2. Podíl fixních nákladů je okolo průměru**
3. Podíl fixních nákladů je vysoký
4. Podíl fixních nákladů je velmi vysoký

Postavení podniku vůči odběratelům

1. Velmi silné – větší počet malých odběratelů
2. Silné – větší počet odběratelů, několik větších odběratelů s nepřevažujícím podílem
- 3. Slabší – rozhodující váhu má několik velkých odběratelů**
4. Slabé – závislost na 1 až 2 silných odběratelích

Postavení podniku vůči dodavatelům

1. Velmi silné – větší počet malých dodavatelů
- 2. Silné – větší počet dodavatelů, několik větších dodavatelů s nepřevažujícím podílem**
3. Slabší – rozhodující váhu má několik velkých dodavatelů
4. Slabé – závislost na 1 až 2 silných dodavatelích

Bariéry vstupu do odvětví

1. Velmi silné
- 2. Silné**
3. Překonatelné
4. Slabé

B) Faktory rizika financování

Úročený cizí kapitál/vlastní kapitál

1. Nízký podíl cizích zdrojů, dostatečná úvěrová kapacita
2. Přiměřené cizí zdroje, prostor pro další financování cizím kapitálem
3. Cizí zdroje ve stejné výši jako vlastní kapitál
- 4. Cizí zdroje vyšší než vlastní kapitál**

Krytí úroků – EBIT/placené úroky dosahuje

1. Dosahuje hodnotu 4,5 a více
2. Dosahuje hodnotu 2,18 až 4,49
- 3. Dosahuje hodnotu 1,57 až 2,17**
4. Je nižší než 1,57

Podíl čistého pracovního kapitálu (WC) na oběžných aktivech

1. WC kryje i část přechodné výše oběžných aktiv
- 2. WC kryje stálou výši oběžných aktiv**
3. WC nekryje stálou výši oběžných aktiv
4. WC je nulový nebo dokonce záporný

Běžná a rychlá (okamžitá) likvidita

1. Vysoká běžná a rychlá likvidita, dostačující likvidní prostředky
2. Vysoká běžná likvidita, mírná závislost na zásobách
- 3. Obvyklá hodnota běžné likvidity, nízký podíl likvidních prostředků v oběžných aktivech**
4. Nízká běžná likvidita, vysoké pohledávky a zásoby, nedostatek likvidních prostředků

Průměrná doba inkasa pohledávek

1. Odpovídá době splatnosti faktur
2. Přiměřeně převyšuje splatnost faktur
- 3. Značně převyšuje splatnost faktur, riziko nedobytných pohledávek**
4. Vyroce převyšuje splatnost faktur, značný podíl nedobytných pohledávek

Průměrná doba držení zásob

- 1. Odpovídá minimálním nutným technologickým zásobám**
2. Přiměřená rezerva zásob, mírné předzásobení
3. Zřetelně vyšší zásoby než je nutné, částečně zastaralé zásoby
4. Vyroce předzásobená společnost, vysoký podíl zastaralých a neprodejných zásob

Příloha číslo 8: Vyhodnocení jednotlivých faktorů rizik k 31.12.2006

I. Rizika oboru	RP	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka
Nízké	0,082%	0	1	0	0,000%
Přiměřené	0,219%	2	1	2	0,437%
Zvýšené	0,444%	1	1	1	0,444%
Vysoké	0,818%	1	1	1	0,818%
Součet		4		4	1,700%

II. Rizika trhu	RP	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka
Nízké	0,082%	1	1	1	0,082%
Přiměřené	0,219%	2	1	2	0,437%
Zvýšené	0,444%	0	1	0	0,000%
Vysoké	0,818%	0	1	0	0,000%
Součet		3		3	0,520%

III. Rizika z konkurence	RP	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka
Nízké	0,082%	1	1	1	0,082%
Přiměřené	0,219%	2	1	2	0,437%
Zvýšené	0,444%	2	1	2	0,889%
Vysoké	0,818%	1	1	1	0,818%
Součet		6		6	2,227%

IV. Management	RP	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka
Nízké	0,082%	1	1	1	0,082%
Přiměřené	0,219%	1	1	1	0,219%
Zvýšené	0,444%	1	1	1	0,444%
Vysoké	0,818%	0	1	0	0,000%
Součet		3		3	0,746%

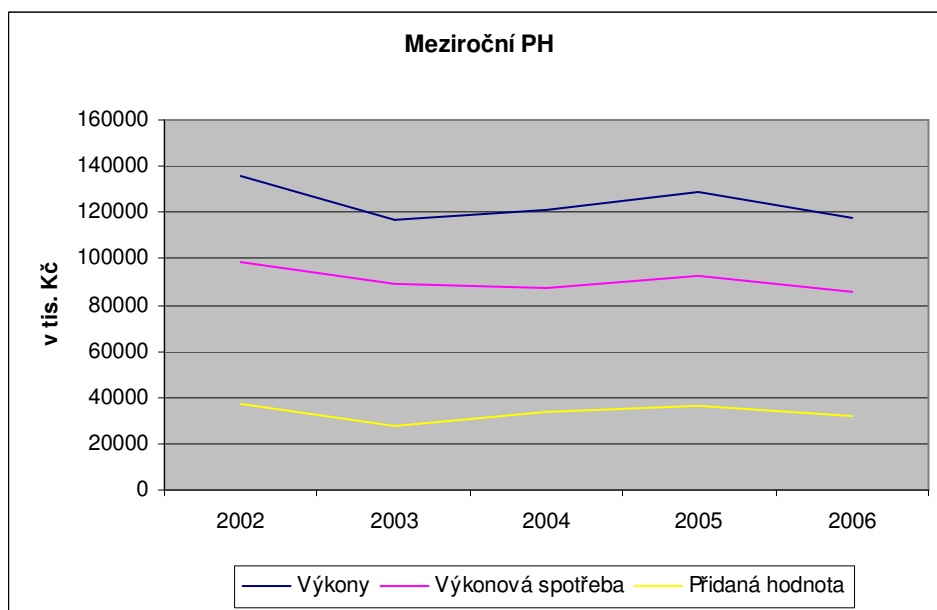
V. Výrobní proces	RP	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka
Nízké	0,082%	1	1	1	0,082%
Přiměřené	0,219%	2	1	2	0,437%
Zvýšené	0,444%	1	1	1	0,444%
Vysoké	0,818%	0	1	0	0,000%
Součet		4		4	0,964%

VI. Ostatní faktory	RP	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka
Nízké	0,082%	0	1	0	0,000%
Přiměřené	0,219%	3	1	3	0,656%
Zvýšené	0,444%	1	1	1	0,444%
Vysoké	0,818%	0	1	0	0,000%
Součet		4		4	1,101%

Finanční rizika	RP	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka
Nízké	0,082%	1	1,3	1,3	0,107%
Přiměřené	0,219%	1	1,3	1,3	0,284%
Zvýšené	0,444%	3	1,3	3,9	1,733%
Vysoké	0,818%	1	1,3	1,3	1,063%
Součet		6		7,8	3,188%

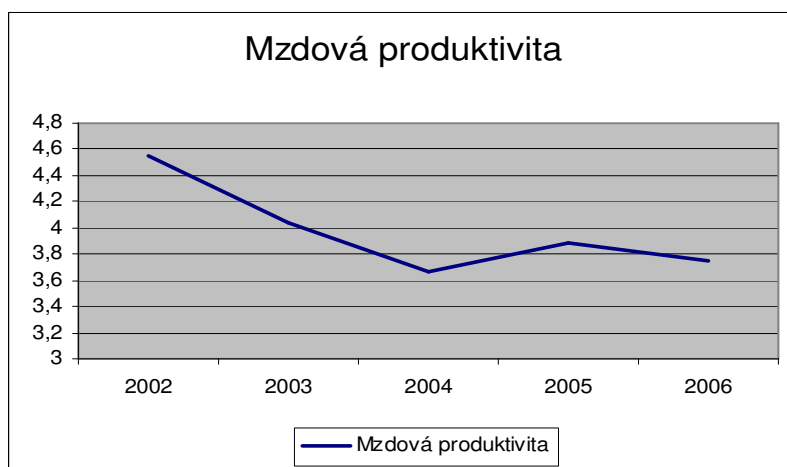
Příloha číslo 9: Ukazatele produktivity a nákladovosti

v tis. Kč	2002	2003	2004	2005	2006
Výkony	135762	116967	121079	128549	117711
Výkonová spotřeba	98610	89385	86956	92314	85589
Přidaná hodnota	37152	27582	34123	36235	32122



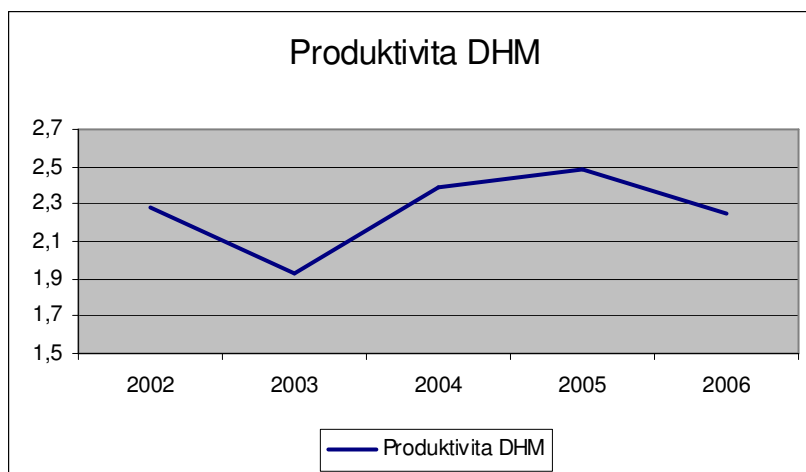
Mzdová produktivita	2002	2003	2004	2005	2006
Výkony	135762	116967	121079	128549	117711
Osobní náklady	29804	28987	33023	33089	31442
Mzdová produktivita	4,55516	4,035154	3,666505	3,884947	3,74375

Komentář: Kolik výnosu připadá na 1 Kč osobních nákladů. Klesající trend je negativní .



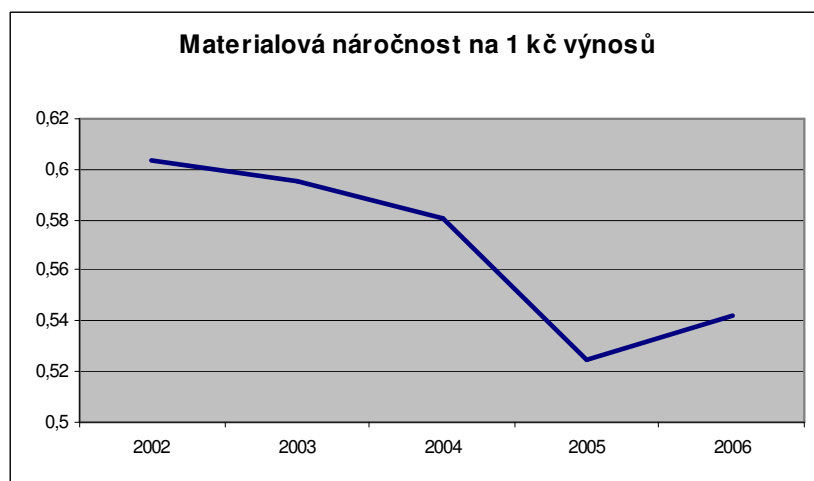
Produktivita DHM	2002	2003	2004	2005	2006
Výkony	135762	116967	121079	128549	117711
DHM	59411	60766	50623	51709	52316
Produktivita DHM	2,285132	1,924876	2,391778	2,486008	2,25

Komentář: Vyjadřuje množství výnosů reprodukováných 1 Kč vloženou do DHM



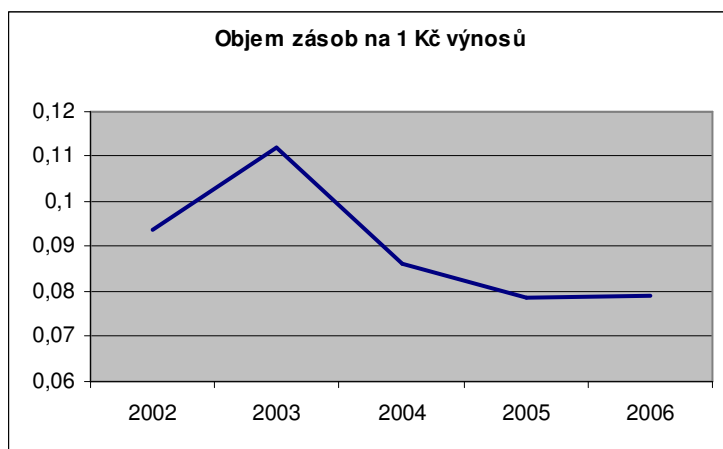
Materialova náročnost výnosů	2002	2003	2004	2005	2006
Spotřeba materialu a energie	81879	69627	70291	67477	63817
Výkony	135762	116967	121079	128549	117711
Materialová náročnost výnosů	0,603107	0,59527	0,580538	0,524913	0,54215

Komentář: Vyjadřuje zatížený výnosů spotřebovaným materiálem a energiemi. Zatížení výnosu těmito výdaji ve sledovaném období pokleslo.



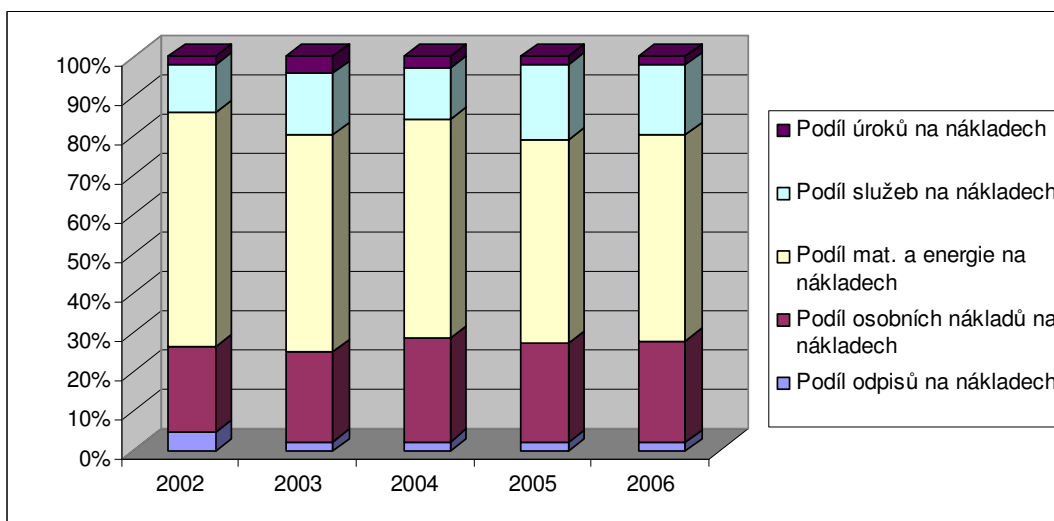
Vázanost zásob na výnosy	2002	2003	2004	2005	2006
Zásoby	12760	13121	10455	10135	9325
Výkony	135762	116967	121079	128549	117711
Vázanost zásob na výnosy	0,093988	0,112177	0,086349	0,078842	0,079219

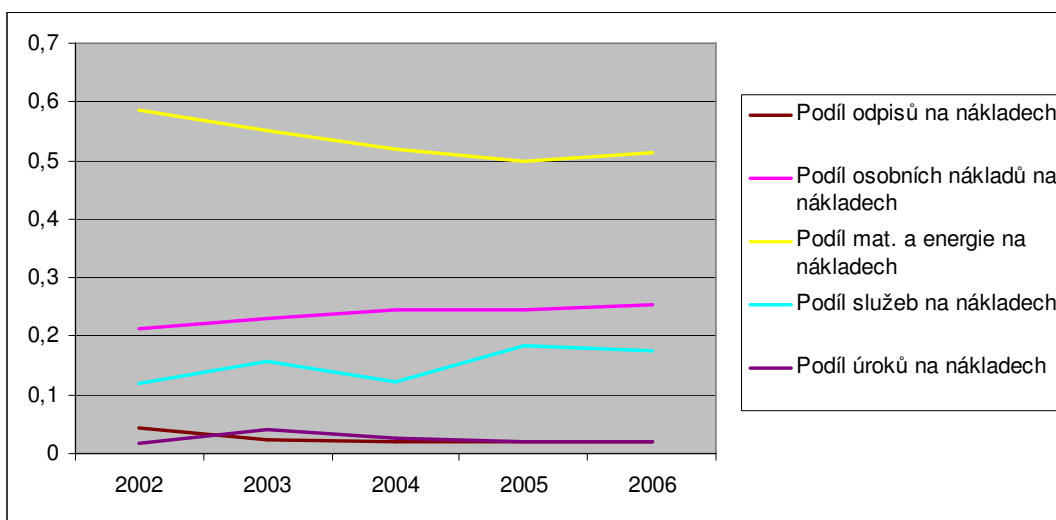
Komentář: Udává objem zásob vázaných na 1 Kč výnosů. Hodnoty by měly být minimální. Hodnoty konstatní a odpovídající.



Struktura nákladů	2002	2003	2004	2005	2006
Odpisy	6177	2807	2791	2597	2548
Osobní náklady	29804	28987	33023	33089	31442
Spotřeba materialu a energie	81879	69627	70291	67477	63817
Služby	16731	19758	16665	24837	21772
Nákladové úroky	2606	5316	3361	2611	2494
Celkové náklady	139493	126135	135314	135539	124522
Podíl odpisů na nákladech	0,044282	0,022254	0,020626	0,019161	0,020462
Podíl osobních nákladů na nákladech	0,213659	0,229809	0,244047	0,244129	0,252502
Podíl mat. a energie na nákladech	0,586976	0,552004	0,519466	0,497842	0,512496
Podíl služeb na nákladech	0,119942	0,156642	0,123158	0,183246	0,174845
Podíl úroků na nákladech	0,018682	0,042145	0,024839	0,019264	0,020029

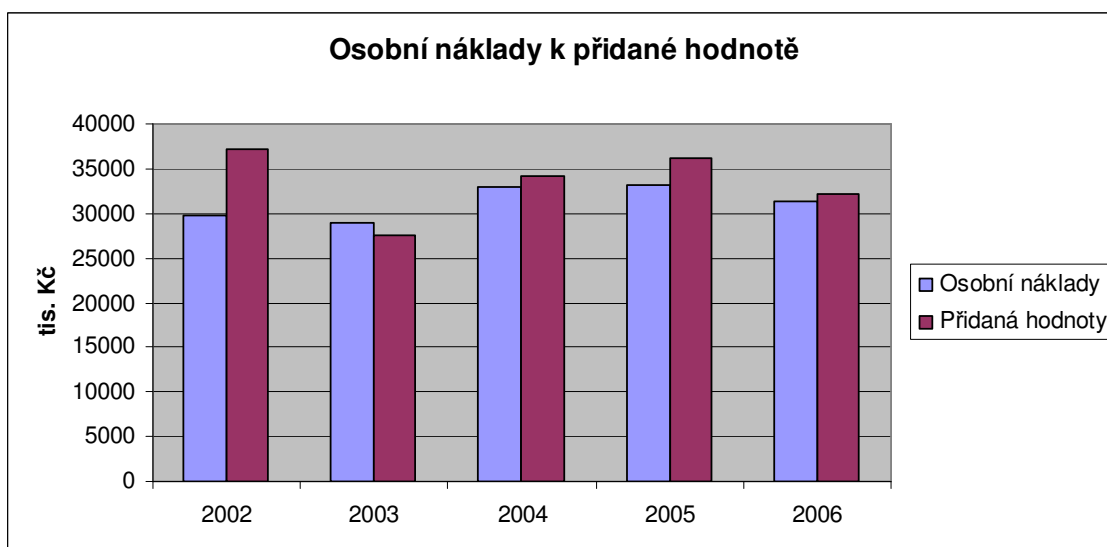
Komentář: Rostoucí trend podílu osobních nákladů a služeb na celkových nákladech.





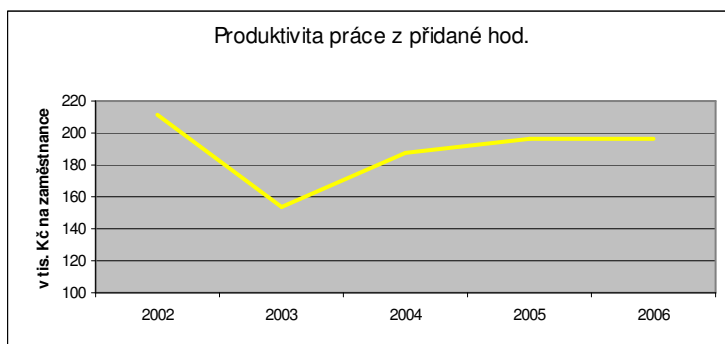
v tis. Kč	2002	2003	2004	2005	2006
Osobní náklady	29804	28987	33023	33089	31442
Přidaná hodnoty	37152	27582	34123	36235	32122
Osobní náklady k přidané hodnotě	0,80	1,05	0,97	0,91	0,98

Komentář: Negativní trend vývoje, téměř celá přidaná hodnota "pohlčena" osobními náklady.



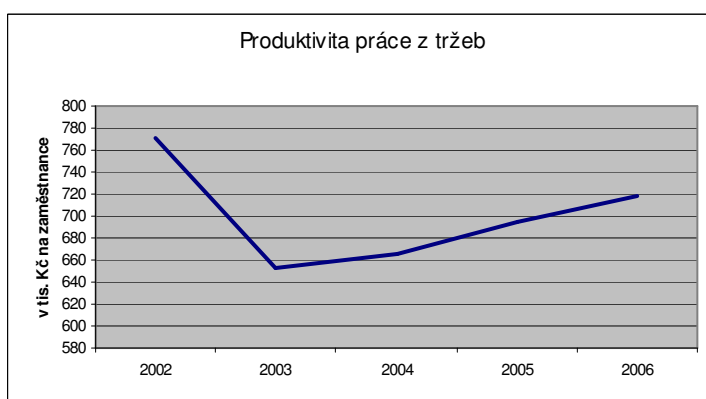
Produktivita práce z přidané hod.	2002	2003	2004	2005	2006
Přidaná hodnota	37152	27582	34123	36235	32122
Počet pracovníků	176	179	182	185	164
Produktivita práce z přidané hod.	211,0909	154,0894	187,489	195,8649	195,8659

Komentář: Přidaná hodnota na pracovníka zůstala stejná mezi roky 2005 a 2006.



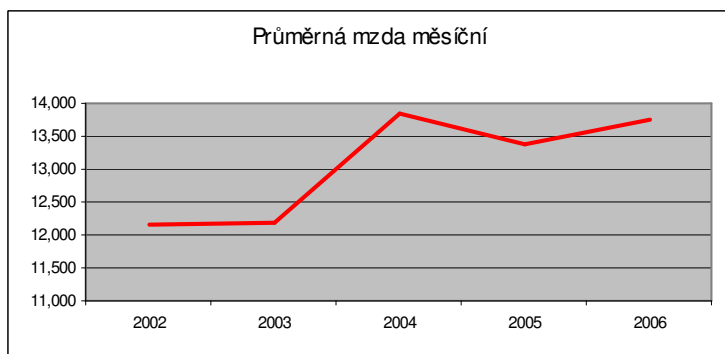
Produktivita práce z tržeb	2002	2003	2004	2005	2006
Tržby	135762	116967	121079	128549	117711
Počet pracovníků	176	179	182	185	164
Produktivita práce z tržeb	771,375	653,4469	665,2692	694,8595	717,75

Komentář: Vzrůst produktivity práce z tržeb v r. 2006 v důsledku poklesu počtu pracovníků.



Průměrná mzda (v tis. Kč)	2002	2003	2004	2005	2006
Mzdové náklady(bez managementu)	24974	25445	29395	28890	26233
Počet pracovníků(bez managementu)	171	174	177	180	159
Průměrná mzda roční	146,047	146,236	166,073	160,500	164,987
Průměrná mzda měsíční	12,171	12,186	13,839	13,375	13,749

Komentář: Mzdové náklady očištěny o mzdy řídicích pracovníků.



Hlavní výrobní objekt (p.č. 444/3) r.v.1988

- Výrobní objekt polygrafického zaměření – tisk novin, knih, plakátů, skladování papíru a expedice novin
- 2 nadzemní podlaží
- Prefabrikovaná nosná konstrukce, obvodový plášť z cihelně keramických panelů, cihlové příčky, ocelová okna, dopálit
Strop – montovaný skelet s nástřikem PORFIX
Střecha-ESTERBIT, minerální plst', REFLEXOL a nátěr SA IV
- 2 nákladní výtahy typu TNV 2000/036 – 2 tuny
- Samostatné teplovodní vytápění z vlastní plynové kotelny, umístěné ve „Starém“ objektu, litinové radiátory FALOR
- Objekt je vybaven klimatizačním a ventilačním zařízením, v 1. NP – 2 strojovny vzduchotechniky, v 2. NP – 3 strojovny vzduchotechniky
- V provozních prostorách výrobního a skladovacího charakteru je EPS; objekt je vybaven vnější a vnitřní hydrantovou sítí
- U vchodu do ofsetové strojovny ze strany od vlečky je rampa
- Budova má nouzové osvětlení na samostatný diesel agregát
- Vnější rozměry 94,8 m x 36,4 m
- Zastavěná plocha (cca) 3 450 m²

„Stará“ budova – knihárna (p.č. 448) r.v.1966

- Výrobní objekt polygrafického zaměření – výroba knih, knihárna
- 2 nadzemní podlaží
- plynová kotelná, čistička odpadních vod, transformovna a hlavní rozvod elektro 22 kW, dieselagregát, kompresorovna, řezání kartonáže, obráběcí dílna údržby, sklady MTZ a elektro, nákladní vrátnice a ústředna EPS
- V 2 NP je mimo knihárny umístěna rovněž objektová telefonní ústředna, stravovací zařízení, šatny a umývárny pro 80 pracovníků, kanceláře MTZ a oddělení jakosti
- Železobetonová nosná konstrukce, obvodový plášť cihly, cihelné příčky, dřevěná okna;
Strop – železobetonový, montovaný, deskový
Střecha – dvouplášťová, IPA, živicové nátěry, ELUX
- 2 nákladní výtahy typu TNV 2000/036 – 2 tuny, vyrovnávací zvedací plošina u krčku
- Samotné teplovodní vytápění z vlastní plynové kotelny v 1. NP
- Objekt je vybaven klimatizačním a ventilačním zařízením, v 2. NP jsou 2 strojovny vzduchotechniky
- objekt je ve výrobních a provozních prostorách zabezpečen EPS, má vnější a vnitřní hydrantovou sítí
- v případě výpadku elektrické energie je v prostorách nouzové osvětlení z dieselagregátu v 1. NP
- objekt je vybaven ze tří stran rampami

- u podélné strany objektu (rampy) je vlečka
- vnější rozměry 109,2x18,4 m
- zastavěná plocha (Cca) 2009 m²

Nová knihárna – expedice (p.č. 447/1 – část) r.v. 1990

- dvoupodlažní objekt polygrafického zaměření – výroba knih, expedice knih, expedice novin a časopisů, lisovna odpadového papíru
- prefabrikovaná nosná konstrukce, obvodový plášť z cihelně keramických panelů, cihlové příčky, ocelová okna, copilit
Strop – montovaný skelet s nástřikem PORFIX
Střecha – dvouplášťový ESTERBIT, minerální plst', REFLEXOL, nátěr SA IV
- 1 nákladní výtah o nosnosti 3,2 tuny
- Samostatné teplovodní vytápění z plynové kotelny umístěné ve vedlejší budově „staré“ knihárny
- Knihárna je vybavena ventilačním a klimatizačním zařízením ze strojovny vzduchotechniky vedlejší „staré“ knihárny
- Objekt je zabezpečen EPS a vnější a vnitřní hydrantovou sítí
- Objekt má v případě výpadku elektrické energie nouzové osvětlení
- Vnější rozměry – 44,4 m x 36,6 m
- zastavěná plocha (cca) 1625 m²

Hlavní sklad papíru (p.č. 447/3) r.v.1972

- dvoupodlažní objekt v 1. NP sklad papíru, v 1. PP sklad výtisků, náhradních dílů, brusárna
- Železná nosná konstrukce, obvodové opláštění cihly, bez příček, v 1. PP oddělena příčkou brusárna
Strop (nad 1. PP) železobetonový montovaný deskový, betonový potěr
Střecha – zasunuté siporexové stropnice, IPA, živicové nátěry, ELUX
- Výtah – nákladní o nosnosti 2 tuny do 1. PP
- Samostatné teplovodní vytápění z plynové kotelny ve „staré“ budově. Rozvody vedeny volně pod stropy, kde jsou umístěny klimatizační registry
- Větrání – hlavními a postranními dveřmi – vraty
- Objekt je vybaven podélnou a příčnou rampou, ke které vede vlečka
- Sklad má vnitřní hydrantovou sít'
- Vnější rozměry – 71 m x 15 m
- Zastavěná plocha (cca) 1065 m²

○ **Hlavní výrobní objekt – § 3**

Zatřídění pro potřeby ocenění

Budova: L. budovy pro průmysl a skladování

Svislá nosná konstrukce: montovaná z dílců betonových plošných

Polohový koeficient: 1,200

Kód klasifikace CZ-CC: 125 Budovy pro průmysl a skladování

Kód standardní klasifikace produkce: 46.21.13.1..1 budovy pro průmysl (výrobní)

Koeficient změny ceny stavby: 2,027

Koeficient prodejnosti: 0,462 (Výroba)

Podlaží:

Název	Výška	Zastavěná plocha	
1	4,00 m		3 450,00 m ²
2	4,00 m		3 450,00 m ²
Součet:	8,00 m		6 900,00 m ²

Průměrná výška podlaží (PVP):	=	4,00 m
Průměrná zastavěná plocha podlaží (PZP):	=	3 450,00 m ²

Obestavěný prostor (OP):

1	4,00 × 3450	=	13 800,00 m ³
2	4,00 × 3450	=	13 800,00 m ³
Obestavěný prostor – celkem:		=	27 600,00 m ³

Vybavení:

Název, popis	Obj. podíl	Hodnocení
1. Základy včetně zemních prací	8,30 %	Standardní
2. Svislé konstrukce	21,40 %	Standardní
3. Stropy	11,30 %	Standardní
4. Krov, střecha	6,20 %	Podstandardní
5. Krytiny střech	2,20 %	Standardní
6. Klempířské konstrukce	0,60 %	Standardní
7. Úprava vnitřních povrchů	5,80 %	Standardní
8. Úprava vnějších povrchů	3,20 %	Standardní
9. Vnitřní obklady keramické	0,80 %	Standardní
10. Schody	3,10 %	Standardní
11. Dveře	3,20 %	Standardní
12. Vrata	0,30 %	Standardní
13. Okna	5,20 %	Podstandardní
14. Povrchy podlah	2,90 %	Standardní
15. Vytápění	3,80 %	Standardní
16. Elektroinstalace	6,40 %	Standardní
17. Bleskosvod	0,30 %	Standardní
18. Vnitřní vodovod	2,20 %	Standardní
19. Vnitřní kanalizace	2,00 %	Standardní

20. Vnitřní plynovod	0,00 %	Neuvažuje se
21. Ohřev vody	1,70 %	Standardní
22. Vybavení kuchyní	0,00 %	Neuvažuje se
23. Vnitřní hygienické vybavení	2,90 %	Podstandardní
24. Výtahy	1,00 %	Standardní
25. Ostatní	5,20 %	Podstandardní
26. Instalační prefabrikovaná jádra	0,00 %	Neuvažuje se

Výpočet koeficientu vybavení stavby K₄:

Základní koeficient K ₄ :		1,0000
Úprava koeficientu K ₄ :		
4. Krov, střecha	-0,54 × 6,20 %	- 0,0335
13. Okna	-0,54 × 5,20 %	- 0,0281
23. Vnitřní hygienické vybavení	-0,54 × 2,90 %	- 0,0157
25. Ostatní	-0,54 × 5,20 %	- 0,0281
Hodnota koeficientu vybavení stavby K₄:		= 0,8946

Ocenění:

Základní jednotková cena (ZC):	2 786,- Kč/m ³	
Koeficient konstrukce K ₁ :	×	1,0370
Koeficient K ₂ = 0,92 + (6,60 / PZP) :	×	0,9219
Koeficient K ₃ = 0,30 + (2,10 / PVP) :	×	0,8250
Koeficient vybavení stavby K ₄ :	×	0,8946
Polohový koeficient K ₅ :	×	1,2000
Koeficient změny cen staveb K _i :	×	2,0270
Koeficient prodejnosti K _p :	×	0,4620
Základní jednotková cena upravená:	=	2 209,04 Kč/m³
Základní cena upravená: 27 600,00 m ³ × 2 209,04 Kč/m ³	=	60 969 504,- Kč

Výpočet opotřebení lineární metodou:

Stáří: 20 roků

Předpokládaná další životnost: 20 roků

Opotřebení: $100 \times 20 / (20 + 20) = 50,000 \%$

Odpčet opotřebení: 60 969 504,- Kč × 50,000 %	-	30 484 752,- Kč
Cena objektu po odečtení opotřebení:	=	30 484 752,- Kč

Hlavní výrobní objekt – zjištěná cena: **30 484 752,- Kč**

○ Stará knihárna – § 3

Zatřídění pro potřeby ocenění

Hala: E. budovy pro průmysl a skladování (bez jeřábových drah)

Svislá nosná konstrukce: montovaná z dílců betonových plošných

Polohový koeficient: 1,200

Kód klasifikace CZ-CC: 125 Budovy pro průmysl a skladování

Kód standardní klasifikace produkce: 46.21.13.1..2 haly pro průmysl (výrobní)

Koeficient změny ceny stavby: 2,027

Koeficient prodejnosti: 0,462 (Výroba)

Podlaží:

Název	Výška	Zastavěná plocha	
1	4,00 m		2 009,00 m ²
2	4,00 m		2 009,00 m ²
Součet:	8,00 m		4 018,00 m ²

Průměrná výška podlaží (PVP):	=	4,00 m
Průměrná zastavěná plocha podlaží (PZP):	=	2 009,00 m ²

Obestavěný prostor (OP):

1	4,00 × 2009	=	8 036,00 m ³
2	4,00 × 2009	=	8 036,00 m ³
Obestavěný prostor – celkem:		=	16 072,00 m ³

Vybavení:

Název, popis	Obj. podíl	Hodnocení
1. Základy včetně zemních prací	9,40 %	Standardní
2. Svislé nosné konstrukce	20,30 %	Standardní
3. Stropy	8,20 %	Standardní
4. Krov, střecha	10,20 %	Standardní
5. Krytiny střech	2,90 %	Standardní
6. Klempířské konstrukce	0,70 %	Standardní
7. Úprava vnitřních povrchů	6,90 %	Standardní
8. Úprava vnějších povrchů	3,90 %	Standardní
9. Vnitřní obklady keramické	0,00 %	Neuvažuje se
10. Schody	0,80 %	Standardní
11. Dveře	3,20 %	Standardní
12. Vrata	2,30 %	Standardní
13. Okna	5,20 %	Standardní
14. Povrchy podlah	4,80 %	Standardní
15. Vytápění	1,30 %	Standardní
16. Elektroinstalace	8,30 %	Standardní
17. Bleskosvod	0,40 %	Standardní
18. Vnitřní vodovod	0,90 %	Standardní
19. Vnitřní kanalizace	0,80 %	Standardní
20. Vnitřní plynovod	0,00 %	Neuvažuje se
21. Ohřev vody	0,40 %	Standardní
22. Vybavení kuchyní	0,00 %	Neuvažuje se
23. Vnitřní hygienická vybavení	2,20 %	Standardní
24. Výtahy (u více podlažních hal)	0,00 %	Neuvažuje se
25. Ostatní	6,90 %	Standardní

Výpočet koeficientu vybavení stavby K₄:

Základní koeficient K ₄ :	1,0000
Hodnota koeficientu vybavení stavby K₄:	= 1,0000

Ocenění:

Základní jednotková cena (ZC):		1 620,- Kč/m ³	
Koeficient konstrukce K ₁ :	×	1,0030	
Koeficient K ₂ = 0,92 + (6,60 / PZP) :	×	0,9233	
Koeficient K ₃ = 0,30 + (2,80 / PVP) ≥ 0,6 :	×	1,0000	
Koeficient vybavení stavby K ₄ :	×	1,0000	
Polohový koeficient K ₅ :	×	1,2000	
Koeficient změny cen staveb K _i :	×	2,0270	
Koeficient prodejnosti K _p :	×	0,4620	
Základní jednotková cena upravená:	=	1 685,92 Kč/m ³	
Základní cena upravená:	16 072,00 m ³ × 1 685,92 Kč/m ³	=	27 096 106,24 Kč

Výpočet opotřebení lineární metodou:

Stáří: 42 roků

Předpokládaná další životnost: 18 roků

Opotřebení: $100 \times 42 / (42 + 18) = 70,000 \%$

Odpočet opotřebení: 27 096 106,24 Kč × 70,000 %

$$\begin{array}{r} - 18\,967\,274,37 \text{ Kč} \\ = 8\,128\,831,87 \text{ Kč} \end{array}$$

Cena objektu po odečtení opotřebení:

Stará knihárna – zjištěná cena:

8 128 831,87 Kč

○ Nová knihárna – § 3

Zatřídění pro potřeby ocenění

Hala: E. budovy pro průmysl a skladování (bez jeřábových drah)

Svislá nosná konstrukce: montovaná z dílců betonových plošných

Polohový koeficient: 1,200

Kód klasifikace CZ-CC: 125 Budovy pro průmysl a skladování

Kód standardní klasifikace produkce: 46.21.13.1..2 haly pro průmysl (výrobní)

Koeficient změny ceny stavby: 2,027

Koeficient prodejnosti: 0,462 (Výroba)

Podlaží:

Název	Výška	Zastavěná plocha	
1	6,00 m		1 625,00 m ²
2	6,00 m		1 625,00 m ²
Součet:	12,00 m		3 250,00 m ²

Průměrná výška podlaží (PVP): = 6,00 m

Průměrná zastavěná plocha podlaží (PZP): = 1 625,00 m²

Obestavěný prostor (OP):

1	6,00 × 1625	=	9 750,00 m ³
2	6,00 × 1625	=	9 750,00 m ³
Obestavěný prostor – celkem:		=	19 500,00 m ³

Vybavení:

Název, popis	Obj. podíl	Hodnocení
1. Základy včetně zemních prací	9,40 %	Standardní
2. Svislé nosné konstrukce	20,30 %	Standardní
3. Stropy	8,20 %	Standardní
4. Krov, střecha	10,20 %	Standardní
5. Krytiny střech	2,90 %	Standardní
6. Klempířské konstrukce	0,70 %	Standardní
7. Úprava vnitřních povrchů	6,90 %	Standardní
8. Úprava vnějších povrchů	3,90 %	Standardní
9. Vnitřní obklady keramické	0,00 %	Neuvažuje se
10. Schody	0,80 %	Standardní
11. Dveře	3,20 %	Standardní
12. Vrata	2,30 %	Standardní
13. Okna	5,20 %	Standardní
14. Povrchy podlah	4,80 %	Standardní
15. Vytápění	1,30 %	Standardní
16. Elektroinstalace	8,30 %	Standardní
17. Bleskosvod	0,40 %	Standardní
18. Vnitřní vodovod	0,90 %	Standardní
19. Vnitřní kanalizace	0,80 %	Standardní
20. Vnitřní plynovod	0,00 %	Neuvažuje se
21. Ohřev vody	0,40 %	Standardní
22. Vybavení kuchyní	0,00 %	Neuvažuje se
23. Vnitřní hygienická vybavení	2,20 %	Standardní
24. Výtahy (u více podlažních hal)	0,00 %	Neuvažuje se
25. Ostatní	6,90 %	Standardní

Výpočet koeficientu vybavení stavby K_4 :

Základní koeficient K_4 :

Hodnota koeficientu vybavení stavby K_4 :

$$\frac{1,0000}{= 1,0000}$$

Ocenění:

Základní jednotková cena (ZC): 1 620,- Kč/m³

Koeficient konstrukce K_1 : × 1,0030

Koeficient $K_2 = 0,92 + (6,60 / PZP)$: × 0,9241

Koeficient $K_3 = 0,30 + (2,80 / PVP) \geq 0,6$: × 0,7667

Koeficient vybavení stavby K_4 : × 1,0000

Polohový koeficient K_5 : × 1,2000

Koeficient změny cen staveb K_i : × 2,0270

Koeficient prodejnosti K_p : × 0,4620

Základní jednotková cena upravená: = 1 293,71 Kč/m³

Základní cena upravená: 19 500,00 m³ × 1 293,71 Kč/m³ = 25 227 345,- Kč

Výpočet opotřebení lineární metodou:

Stáří: 18 roků

Předpokládaná další životnost: 22 roků

Opotřebení: $100 \times 18 / (18 + 22) = 45,000 \%$

Odpočet opotřebení: 25 227 345,- Kč × 45,000 %
Cena objektu po odečtení opotřebení:

– 11 352 305,25 Kč
= 13 875 039,75 Kč

Nová knihárna – zjištěná cena:

13 875 039,75 Kč

○ **Sklad papíru – § 3**

Zatřídění pro potřeby ocenění

Hala: J. skladování a manipulace

Svislá nosná konstrukce: zděná

Polohový koeficient: 1,200

Kód klasifikace CZ-CC: 125 Budovy pro průmysl a skladování

Kód standardní klasifikace produkce: 46.21.13.2..2 haly pro skladování a manipulaci

Koeficient změny ceny stavby: 2,027

Koeficient prodejnosti: 0,528 (Sklady)

Podlaží:

Název	Výška	Zastavěná plocha	
1	4,00 m		1 065,00 m ²
2	4,00 m		1 065,00 m ²
Součet:	8,00 m		2 130,00 m ²

Průměrná výška podlaží (PVP): = 4,00 m
 Průměrná zastavěná plocha podlaží (PZP): = 1 065,00 m²

Obestavěný prostor (OP):

1	4,00 × 1065	= 4 260,00 m ³
2	4,00 × 1065	= 4 260,00 m ³
Obestavěný prostor – celkem:		= 8 520,00 m ³

Vybavení:

Název, popis	Obj. podíl	Hodnocení
1. Základy včetně zemních prací	12,20 %	Standardní
2. Svislé nosné konstrukce	29,30 %	Standardní
3. Stropy	8,90 %	Standardní
4. Krov, střecha	11,00 %	Podstandardní
5. Krytiny střech	2,90 %	Standardní
6. Klempířské konstrukce	0,70 %	Standardní
7. Úprava vnitřních povrchů	6,10 %	Standardní
8. Úprava vnějších povrchů	3,30 %	Standardní
9. Vnitřní obklady keramické	0,00 %	Neuvažuje se
10. Schody	0,70 %	Standardní
11. Dveře	2,20 %	Standardní
12. Vrata	2,30 %	Standardní
13. Okna	4,30 %	Standardní
14. Povrchy podlah	4,80 %	Standardní

15. Vytápění	0,00 %	Neuvažuje se
16. Elektroinstalace	4,70 %	Standardní
17. Bleskosvod	0,40 %	Standardní
18. Vnitřní vodovod	0,00 %	Neuvažuje se
19. Vnitřní kanalizace	0,00 %	Neuvažuje se
20. Vnitřní plynovod	0,00 %	Neuvažuje se
21. Ohřev vody	0,00 %	Neuvažuje se
22. Vybavení kuchyní	0,00 %	Neuvažuje se
23. Vnitřní hygienická vybavení	0,00 %	Neuvažuje se
24. Výtahy (u více podlažních hal)	0,00 %	Neuvažuje se
25. Ostatní	6,20 %	Standardní

Výpočet koeficientu vybavení stavby K_4 :

Základní koeficient K_4 : 1,0000

Úprava koeficientu K_4 :

4. Krov, střecha $-0,54 \times 11,00 \%$ – 0,0594

Hodnota koeficientu vybavení stavby K_4 : **= 0,9406**

Ocenění:

Základní jednotková cena (ZC): 1 599,– Kč/m³

Koeficient konstrukce K_1 : \times 1,0750

Koeficient $K_2 = 0,92 + (6,60 / \text{PZP})$: \times 0,9262

Koeficient $K_3 = 0,30 + (2,80 / \text{PVP}) \geq 0,6$: \times 1,0000

Koeficient vybavení stavby K_4 : \times 0,9406

Polohový koeficient K_5 : \times 1,2000

Koeficient změny cen staveb K_i : \times 2,0270

Koeficient prodejnosti K_p : \times 0,5280

Základní jednotková cena upravená: $=$ 1 923,25 Kč/m³

Základní cena upravená: $8\,520,00 \text{ m}^3 \times 1\,923,25 \text{ Kč/m}^3 =$ **16 386 090,– Kč**

Výpočet opotřebení lineární metodou:

Stáří: 36 roků

Předpokládaná další životnost: 14 roků

Opotřebení: $100 \times 36 / (36 + 14) = 72,000 \%$

Odpočet opotřebení: $16\,386\,090,– \text{ Kč} \times 72,000 \%$ – 11 797 984,80 Kč

Cena objektu po odečtení opotřebení: **= 4 588 105,20 Kč**

Sklad papíru – zjištěná cena: **4 588 105,20 Kč**

Příloha číslo 12: Seznam individuálně oceňovaných samostatných movitých věcí

Inventární číslo	Název majetku	Pořizovací cena	Zůstatková cena	Cena pro účely ocenění
1747	Lepička předsádek Hunkeler	352 304,00 Kč	- Kč	25 000 Kč
2091	Dominant 725 P	483 137,00 Kč	- Kč	100 000 Kč
2092	Trojřez SDY-1	764 205,00 Kč	- Kč	20 000 Kč
2231	Dominant 725 P	418 194,00 Kč	- Kč	100 000 Kč
2618	Stohovač Plamag	183 262,00 Kč	- Kč	10 000 Kč
2619	Zirkon-Supra	5 503 738,00 Kč	- Kč	100 000 Kč
2700	Laminator AUTOBOND MF	808 986,00 Kč	- Kč	15 000 Kč
2710	Stroj na výrobu knižních desek	170 000,00 Kč	- Kč	18 000 Kč
2715	Dominant 725 P	1 591 128,00 Kč	- Kč	100 000 Kč
2725	Šicí automat	1 742 789,00 Kč	- Kč	120 000 Kč
2727	Skládací stroj	2 032 968,00 Kč	- Kč	220 000 Kč
32236	Ofsetový stroj	459 788,00 Kč	- Kč	130 000 Kč
32285	Knihařská linka STAHL	2 226 462,00 Kč	- Kč	500 000 Kč
32288	Trojřez Vohlenberg	366 448,00 Kč	- Kč	60 000 Kč
32289	Stroj na knižní desky	907 961,00 Kč	- Kč	150 000 Kč
32290	Lis knižních hřbetů	230 749,00 Kč	- Kč	50 000 Kč
32339	Skládací stroj STAHL	161 645,00 Kč	- Kč	210 000 Kč
32414	Nitošička	346 777,00 Kč	- Kč	50 000 Kč
32415	Nitošička	346 777,00 Kč	- Kč	50 000 Kč
32416	Nitošička	346 777,00 Kč	- Kč	50 000 Kč
32425	Linka na řezání lepenky	686 173,00 Kč	116 389 Kč	120 000 Kč
32452	Rotačka Courier	25 656 677,00 Kč	2 892 787 Kč	600 000 Kč
32539	Skládací stroj STAHL	185 104,00 Kč	- Kč	100 000 Kč
32588	Zlatící lis PE 48	590 252,00 Kč	- Kč	70 000 Kč
32734	Sušicí zařízení NAPP	231 582,00 Kč	- Kč	30 000 Kč
32768	Ofsetový stroj čtyřbarevný	18 933 709,00 Kč	2 134 771 Kč	2 300 000 Kč
32831	Heidelberg	113 315,00 Kč	- Kč	100 000 Kč
812	Seypa 132 Perfecta	191 830,00 Kč	- Kč	35 000 Kč
xxxxx	Hodnoty celkem	66 032 737,00 Kč	5 143 947 Kč	5 433 000 Kč